

# 机构投资者、投资者保护与企业价值

张双鹏, 刘常建, 周 建

(南开大学中国公司治理研究院, 南开大学商学院, 天津 300071)

**摘要:**本文在对机构投资者参与公司治理研究成果综述的基础上, 以 2007-2009 年在沪深 A 股交易的上市公司作为研究对象, 对机构投资者参与公司治理、保护中小投资者和提高公司业绩的作用进行了实证研究, 研究发现: 机构投资者持有上市公司的股份越高, 越有动力和能力对上市公司的行为进行监督, 起到了保护中小投资者利益的作用。其次, 机构投资者对上市公司的业绩具有显著的促进作用。尤其是, 当上市公司的投资者保护执行水平较高时, 机构投资者更加能够发挥其监督和治理作用, 使上市公司的业绩得到更大的提高。

**关键词:** 机构投资者; 投资者保护; 公司治理; 公司业绩

中图分类号:F

文献标识码:A

## 一、研究背景

自 20 世纪 80 年代末以来, 在发达国家, 机构投资者迅猛发展, 逐渐成为一种重要的公司治理力量。机构投资者持有股权比例的不断增长, 意味着其对市场和公司影响力的逐渐扩大。从发达国家的经验来看, 机构投资者不仅能够有效稳定市场, 促进金融体系的发展, 而且机构投资者的股东积极主义<sup>1</sup>也有助于缓解公司治理中的委托代理问题 (coffee, 1991、Bamard, 1992、webb, 2003)。

当前, 我国正处于经济转型期, 上市公司的治理存在很多问题。一方面, 大型国有上市公司的职责是资产的保值增值, 但国有股股东代表得不到激励和监督的相应收益, 从而无激励和监督的动机, 必然导致公司中存在“内部人控制”现象, 导致经理人员的行为偏离公司价值最大化 (张维迎, 1995)。另一方面, 在我国上市公司很多是国有企业改制而来, 国有股的“一股独大”非常普遍。在监管措施和法律保护体系尚不健全、治理水平较低的制度背景下, 大股东可能会侵占其他股东的利益 (Fama&Jensen, 1983; De Angelo, 1985; Demsetz&Lehn, 1985)。

发达国家机构投资者积极参与公司治理的经验为我国企业提高治理水平提供了重要的启示。我国证监会希望将机构投资者作为治理机制引入我国的公司治理。从 2000 年初中国证监会提出的“超常规、创造性地发展机构投资者”, 再到 2006 年 9 月, 证监会允许合格境外机构投资者投资境内证券市场, 直至 2010 年 10 月, 证监会鼓励新股的主承销商自主推荐一定数量的具有较高定价能力和长期投资取向的机构投资者, 参与网下询价配售。这些无不透露出, 监管当局对大力发展战略投资者的积极态度。

## 二、相关文献综述

### 1、机构投资者参与公司治理的方式

李维安和李滨 (2008) 研究发现, 随着我国证券市场发展和机构投资者规模与力量的壮大, 机构投资者投资某一上市公司之后, 不只是搭控股股东的便车或者“用脚投票”, 恰恰相反, 积极投身到上市公司治理状况的改进之中, 提升了上市公司的治理水平。

<sup>1</sup> Blair(1995)把“股东积极主义”定义为投资者保持比较积极、主动的状态, 更负责地从事对公司经营管理的监督。

机构投资者作为上市公司的股东，对公司实施监督时，有两种选择：首先，机构投资者可以通过用脚投票的方式对上市公司施加压力，对上市公司管理层实施外部监督。其次，机构投资者通过长期投资参与内部公司治理，保护其投资权益。

## 2 机构投资者与投资者保护

### (1) 机构投资者在监督控股股东侵占行为方面发挥的作用

在我国，高度集中的所有权增强了控股股东对其他股东进行侵占的能力。这种严重损害其他投资者利益的侵占行为更容易发生在对中小投资者利益保护较弱的国家 (LLSV, 1998, 2000)，并且都是以较为隐蔽的方式进行的 (Khanna, 2000)。

机构投资者作为在企业外部治理结构中与个体股东、大股东三足鼎立的一方，存在其它股东所不具备的优势。这种优势主要表现在以下两个方面：首先，机构投资者具有小股东所没有的规模效益。Allen et al. (2000) 指出多家机构投资者可以通过多种合作机制来提高监督、治理的效率。其次，机构投资者能够消除控股股东及内部人控制所缺乏的外部独立性与公开性。Coffee (1991) 提出“最优公司监督”理论，即机构投资者对公司的监督与控制活动独立于利益冲突，不会因与公司间存在其他利益而受到影响。因此，机构投资者能够独立的发挥监督控股股东的作用。

目前，关于机构投资者有利于公司股权治理相关研究的结论并不一致。宋冬林和张迹 (2002) 发现，机构投资者的积极参与，有利于改善我国国企“一股独大”的股权结构，保证小股东激励和控股股东约束机制之间的均衡。傅勇和谭松涛 (2008) 的研究表明，在股权分置改革过程中，机构投资者与非流通股股东之间存在合谋，其结果则使非流通股东得以支付一个较低的对价水平，而机构投资者可通过内幕交易获得额外收益。

### (2) 机构投资者在信息披露方面发挥的作用

对于上市公司的内部人（如管理当局与内部股东）与外部人（如监管机构、机构投资者和小投资者）来说，信息的掌握存在着不对称现象。内部人可能利用信息不对称向外部人隐藏上市公司的相关信息。机构投资者在信息的收集与处理方面较个人投资者具有较大的优势 (Hand, 1990; Bartov et al., 2000)，并且可以通过其在上市公司中拥有的话语权，直接干预公司信息的生成和传播过程，增强信息流动 (Kim et al., 1997)。

机构投资者希望和要求得到更多信息的披露，因此，会要求上市公司进行更多的预测性披露和迎合性陈述 (Lev, 1991; Byrne, 1999)。Kim et al. (1997) 研究发现，机构投资者以其拥有的大量投票权，能够通过参与公司年度会议、临时会议，或提出建议等行为来干涉公司的信息披露。Chidambaran&John (2000) 从机构股东的信息传递作用方面论证了机构股东积极参与公司治理的正面作用。

崔学刚 (2004) 通过分析我国上市公司的公司治理因素与公司透明度之间的关系后发现，前十名股东中拥有机构投资者的公司具有较高的公司透明度。侯宇和叶冬艳 (2008) 对机构投资者在我国资本市场中所起作用进行的检验显示，机构投资者交易能够增加股价中的公司特有信息含量，提高市场的效率。

### (3) 机构投资者在股利支付方面发挥的作用

股利政策是协调股东和管理者之间代理关系的一种约束机制。股利支付能够有效地降低代理成本。Easterbrook (1984) 首先在股利政策研究中运用代理成本理论，认为较多的现金股利发放，减少了内部融资，导致企业在需要资金时不得不进入资本市场寻求外部融资，接受资本市场上更多的、更严格的监督，从而减少了代理成本。其次，Jensen (1986) 年提出“自由现金流量”理论，认为股利的支付减少了管理者对自由现金流量的支配权，这在一定程度上可以阻止管理者将大量的自由现金流量投资于效益低下的项目，以及抑制管理者的过度在职消费行为，从而保护投资者的利益。

第三，公司未能宣布期望金额的现金股利会产生警报，促使投资者进一步探究未能发放预计金额的股利意味着什么。

我国上市公司高度集中的股权结构使得上市公司在发放股利时，不可避免地发生不规范的股利分配行为（李长青，1999）。保护投资者利益的关键就在于如何遏制上市公司的控股股东利用股利政策损害其他股东利益的行为。机构投资者作为上市公司股东，股利分配是其实现自身利益的一种方式。所以，机构投资者在面对上市公司股利政策选择时，必然通过行使自身权利来发挥一定的作用。翁洪波和吴世农（2007）发现，机构投资者持股公司的每股现金股利发放水平显著地高于非机构投资者持股的公司，发放现金股利公司的机构投资者的持股比例显著地高于不发放现金股利公司。

#### （4）机构投资者在减少高管层代理行为方面发挥的作用

机构投资者作为一种公司治理机制，在减少高管层代理方面发挥着一定的作用。Huddart (1993)、Noe (2002) 论证了机构投资者通过参与监督和控制公司事务，使得限制代理人代理行为和部分解决代理问题成为可能。

相对于市场经济比较发达的国家而言，中国上市公司的代理成本要大得多，其主要原因在于我国上市公司治理结构的缺失（刘颖、甘力和余斌，2004；曾庆生和陈信元 2006）。同时，不健全的法律法规也无法对管理者的在职消费过多（陈冬华、陈信元和万华林，2005）、侵吞和转移公司资产等非法手段给公司造成的损失（李增全，2005）、以及因激励不足所带来的经营动力下降（冀县卿，2007）等行为进行有效的约束。

李维安和李滨（2008）在研究中采用资产周转率衡量上市公司的代理成本，实证研究结果发现，正是因为机构投资者介入到上市公司治理当中，上市公司治理状况得到改善，降低了上市公司的代理成本，使得机构投资者的付出得到了回报。在考虑了机构投资者参与公司治理效果的滞后性后，同样发现机构投资者的持股能够提升上市公司下一个年度的资产周转率，即降低上市公司的代理成本。

#### （5）机构投资者在公司业绩方面发挥的作用

对机构投资者持股持积极观点的学者研究认为，机构投资者会积极监督管理者、参与公司的决策，有助于缓和现代公司中的代理问题，从而改善公司业绩。Chaganti et al. (1991) 研究认为机构持股规模与公司的绩效存在显著的正相关关系。Opfer&Sokobin (1995) 认为，以投资基金为代表的机构投资者对上市公司治理结构改革的积极参与，也导致了上市公司长期经营业绩的提高。

国内学者针对机构投资者和公司业绩之间关系的实证研究，初期基本上以基金作为研究对象。邵颖红、朱哲晗和陈爱军（2006）通过对证券投资基金持有的上市公司股票的比例与公司治理之间的关系进行分析发现，基金持股比例与公司业绩之间存在显著正相关关系。李维安和李滨（2008）实证研究结果发现，机构投资者介入公司治理以后，往往会改变公司的治理结构与机制，降低上市公司的代理成本，增加上市公司的预期利润，从而提高公司绩效，提升公司的市场价值。

### 3、机构投资者参与公司治理的相关研究评述

从研究内容上看，我国关于机构投资者的大量研究局限于关注机构投资者对企业业绩的影响，缺乏对上市公司行为的研究。但事实上，机构投资者和业绩的关系并不能够直接反映机构投资者参与公司治理的过程，所以，也就不能够反映机构投资者和业绩之间的因果关系。在证券市场中，机构投资者参与公司治理就是利用其手中大量的资金和信息优势规范上市公司的相关行为，这样，才能够提升上市公司业绩。因此，在未来的研究中，需要展开更加广泛的研究，探索机构投资者通过何种途径真正地参与到公司治理之中，以及机构投资者参与公司治理对上市公司行为产生的影响，以促进机构投资者在我国公司治理中发挥更大的作用。

从研究模型上看，我国关于机构投资者的大量研究均是从多元线性回归模型的角度出发，关注

机构投资者对上市公司单一行为的影响，很少能够全面地研究和分析机构投资者对上市公司各种可能带来代理成本的相关行为的影响。这样，很可能使人对相关研究结果的可靠性产生怀疑。因此，在未来的研究中，有必要考虑更加完整的分析方法，揭示机构投资者与上市公司相关行为之间的内在关系，使研究更加全面和深入。

### 三、研究设计

#### 1、研究假设

机构投资者股东积极主义被认为是一种新的公司治理机制。它在一定程度上缓解了在现代企业两权分离制度下产生的代理问题。在我国证券市场上，从 2003 年招商银行可转债发行的案例，到 2009 年中国平安再融资的案例，这一系列的事实表明，我国机构投资者愈发倾向于高调扮演“积极投资者”，干预公司治理的态度更明确，干预程度亦更加深入。

根据代理理论，由于代理问题的存在，控股股东或管理层可能会利用自己的信息优势侵犯中小股东的利益。机构投资者的自身特征和行为模式可以有效地减少投资者与上市公司之间的信息不对称。持有较多股份的机构投资者在上市公司中具有很大的话语权，可以获得董事会中的席位和在股东大会上的投票权，进而直接否决公司损害投资者保护利益的行为。

同时，机构投资者可以通过在证券市场上买卖和抛售股票来对上市公司管理层实施外部监督。当机构投资者对某公司的投资者保护执行行为不满而在市场上抛售股票，使得股票股价持续下跌时，其他机构投资者可能存在着羊群效应，一旦公司股价跌破其实际价值水平，公司将面临着被收购的风险。但是，这样可能会使机构投资者付出巨大的交易成本。

为了更好地监督持股公司、防止价值损失并最大化投资回报，机构投资者最有效的方法是提高上市公司的投资者保护执行水平，规范上市公司自身的投资者保护行为。当企业中机构投资者的所有权足够大时，他们对上市公司的监管活动将有利于控股股东或管理层有效实施投资者保护执行行为。因此，提出以下假设：

H1：机构投资者持股比例越大，上市公司投资者保护执行水平越高。

投资者保护机制是一套经济和法律方面的制度安排 (Shleifer&Vishny, 1997)，旨在通过权利配置来平衡投资者之间、外部投资者和公司内部人（主要指控股股东和管理者）之间的利益。它主要包括两个方面（陈汉文和刘启亮，2005）：一个是遵循法律规定、由股东根据股权比例等基于强势原则制定的公司治理章程等公司内部治理规定；另一个是公司外部治理环境，即法律层面对公司治理提供的相关指引，它是从公司之共性来规定公司治理，体现一定的制度选择导向。

一方面，作为公司的股东，机构投资者利用其所持股份的投票权，参与上市公司的治理，在这个过程中，监督功能的发挥需要较好的上市公司投资者保护执行环境。同时，机构投资者作为有限理性的决策者，在制定投资决策时，会受到羊群效应、市场情绪以及个体决策者心理等因素的影响，因此，需要将上市公司投资者保护执行情况作为机构投资者投资行为的基础保障。

另一方面，有效的法律和治理环境是保证投资者利益的重要前提 (LLSV, 2002; Dyck&Zingales, 2003)。樊纲和王小鲁(2005)研究发现，我国经济和社会发展的一个突出特点是地区间的不平衡。由于地区间经济和社会发展的不平衡，各地区间的治理环境存在差异，而地区间治理环境的差异会影响到上市公司的制度成本和外部投资者保护（辛宇和徐莉萍，2007），进而影响到机构投资者的投资决策。公司所处地区的市场化进程越快，其公司价值越高（夏立军和方秩强，2005），因此，机构投资者会更倾向于这类上市公司。基于以上分析，我们提出以下的假设：

H2：上市公司投资者保护执行水平越高，机构投资者持股比例越大。

H3：上市公司所处的外部市场化程度越高，机构投资者持股比例越大。

机构投资者拥有更多的专业知识、信息获取渠道和丰富的经验，从而具有更强的信息解读和公司价值评估能力 (Utama&Cready, 1997)。这种情况下，机构投资者的特点决定了他们可以较普通投资者更及时更准确的发现具有较高企业价值的上市公司。

公司治理的最终目标是实现企业价值的最大化。机构投资者作为直接利益相关者，有足够的动力去关心公司的治理情况。机构投资者一旦认识到必须通过参与公司治理才能保障自身利益时，必然会对公司的内部框架及决策程序进行关注，并积极参与公司的治理。这种参与公司治理的影响可能会通过上市公司业绩的提高而表现出来。由此，我们提出以下假设：

H4：上市公司业绩越高，机构投资者持股比例越大。

H5：机构投资者持股比例越大，上市公司业绩越高。

在公司内部投资者保护执行水平较高的上市公司中，机构投资者可能会得到更多关于上市公司的真实信息，则更能发挥其监督和约束大股东和管理层的行为，减少企业代理成本，提高公司业绩。由此，我们提出以下假设：

H6：较高的投资者保护执行水平更能够促进机构投资者提高公司业绩。

## 2 、变量定义

### 公司业绩

由于机构投资者在上市公司治理中的作用最终会通过公司绩效表现出来，在本文中，我们采用息税前利润 (EBIT) 和托宾 Q 值 (TQ) 来反映公司业绩。EBIT 是反映公司过去经营状况和当前会计业绩的指标。我们还选取了能够反映公司成长潜力和市场预期的业绩衡量指标 TQ。TQ 的定义采用夏立军和方秩强 (2005) 的方法。定义如下：

EBIT=息税前利润/总资产

TQ= (每股价格\*流通股数+每股净资产\*非流通股数+负债账面价值) /资产账面价值

### 机构投资者持股比例

对于机构投资者参与公司治理能力的衡量指标，我们采用机构投资者持股比例 (INSEQU)。在通常情况下，机构投资者持股比例采用机构投资者在上市公司流通股中的持股比例来衡量 (翁洪波和吴世农, 2007; 叶建芳、李丹蒙和丁琼, 2009)。但是，王永海、王铁林和李青原 (2007) 研究表明机构投资者持有单个上市公司的股权比例达到一定程度时，机构投资者才会积极参与公司治理。唐正清和顾慈阳 (2005) 从成本-收益的角度分析认为机构投资者持股规模越大，单位治理成本越小，规模收益产生了机构投资者参与公司治理的动力。因此，为了更加准确地描述机构投资者对公司治理的影响，我们将机构投资者持股比例定义为机构投资者在上市公司前十大股东中的持有流通 A 股数占总股数的比例。机构投资者持股比例是反映机构参与公司治理程度的指标，上市公司前十大股东中的机构投资者，持股比例较大，其拥有更多的意愿参与公司治理，并更大能力因参与公司治理而采取行动，从而分享更高的公司收益，因此，上市公司前十大股东中的机构投资者参与公司治理的可能性更大。

### 投资者保护

投资者保护机制包括两个层面。公司治理环境的指标我们采用樊纲和王小鲁 (2010) 报告的各地区市场化进程指数。这一指标涉及 5 个方面，分别是政府与市场的关系、非国有经济的发展、产品市场的发育程度、要素市场的发育程度以及市场中介发育和法律制度环境。这里，为了全面反映上市公司外部市场环境对机构投资者的影响，我们使用市场化进程的综合指标 (MAR)。樊纲和王小鲁 (2010) 报告的指数截止到 2007 年，但考虑到我国的市场化进程正在不断地加快，为了使数据更具有

时效性，反映其逐年上涨的趋势，我们通过预测的方法推算了 2008、2009 年的各地市场化指数，我们首先计算了 2006 到 2007 年间市场化指数的增长率，再以 2007 年为基期，计算得到 2008 年和 2009 年的市场化指数，最后根据各上市公司注册地所在的地区确定该公司的市场化指标。

企业的投资者保护执行指数根据沈艺峰等（2009）构建出的数据而建立。沈艺峰等（2009）分析了证监会要求上市公司所公布的《公司治理专项活动自查报告和整改计划》（以下简称《自查报告》）的调查结果，从抗董事权、信息披露和投资者保护实施三方面构建出我国上市公司投资者保护执行指数。在《自查报告》中，我们发现沈艺峰构建指标中有无主动披露信息意识，上市公司的表述模糊，我们无法准确划分是或否，因此，我们将该问题从投资者保护执行指数中剔除。最终，我们所构建的投资者保护执行指数（IP）包括表 1 的 21 个问题。

表 1 投资者保护执行指数

内容	序号	《自查报告》的问卷问题	赋值方法
抗董事权	1	除股权分置改革外股东大会是否采用网络投票	“是”为 1，否则为 0
	2	是否有过征集投票权	“是”为 1，否则为 0
	3	选举董事监事时是否采用累积投票制	“有”为 1，否则为 0
	4	有无持有 10%以上股份的股东请求召开股东大会	“有”为 1，否则为 0
	5	有无持有 3%以上股份的股东提出临时提案	“是”为 1，否则为 0
	6	是否建立防止大股东及其附属企业占用资金及侵害利益的长效机制	“是”为 1，否则为 0
信息披露	7	是否按照信息披露管理办法建立信息披露制度	“是”为 1，否则为 0
	8	是否制定重大事项报告、传递、审核、披露制度	“是”为 1，否则为 0
投资者保护实施	9	有无重大和事项绕过股东大会或先实施后审议	“无”为 1，否则为 0
	10	股东大会有无违反《上市公司股东大会规则》	“无”为 1，否则为 0
	11	是否存在内部人控制倾向	“否”为 1，否则为 0
	12	是否存在内部人违规买卖本公司股票情况	“否”为 1，否则为 0
	13	公司内部各项决策是否独立于控股股东	“是”为 1，否则为 0
	14	定期报告是否及时披露	“是”为 1，否则为 0
	15	有无被出具非标准无保留意见	“无”为 1，否则为 0
	16	是否发生信息泄露事件	“否”为 1，否则为 0
	17	有无内幕交易	“无”为 1，否则为 0
	18	有无信息披露打补丁情况	“无”为 1，否则为 0
	19	有无监管部门现场检查	“无”为 1，否则为 0
	20	有无信息披露不规范不充分等原因进行整改	“无”为 1，否则为 0
	21	有无信息披露问题被交易所批评、谴责或惩罚	“无”为 1，否则为 0
投资者保护执行指数（IP）			分值区间[0, 21]

## 控制变量

除了上述变量之外，我们还加入了一些控制变量。企业规模 (SIZE) 用公司年末资产账面价值的自然对数来表示；财务杠杆 (LEV) 采用资产负债率表示；企业性质 (STATE) 采用虚拟变量表示，当该上市公司为国有时为 1，否则为 0；企业的成长性 (GROWTH) 采用主营业务收入增长率表示；股权制衡度 (D2D10D1) 采用第二至第十大股东持股比例和占第一大股东持股比例的比值来表示；上市年限 (YEARS) 采用截止 2007 年末上市公司上市的年限来表示；管理层是否持股 (MHOLD) 采用虚拟变量，若管理层持股则为 1，否则为 0。股东获利能力 (EPS) 用每股收益来表示；流通股比例 (EQU) 采用流通股占总股数的比例来表示；股权集中度 (D1) 采用第一大股东持股比例来表示，我们对第一大股东持股比例进行均值调整，并计算其平方值 (D1squ)；最后，本文通过设置虚拟变量控制行业因素。我们采用《上市公司行业分类指引》的行业分类，制造业按两位行业代码，其他行业按一位行业代码，分为 21 个行业，以农业类上市公司为参照系，共设置 20 个虚拟变量。

表 2 变量定义表

变量名称	变量代码	定义及描述
公司业绩	EBIT	息税前利润和总资产的比值
	TQ	(每股价格*流通股数+每股净资产*非流通股数+负债账面价值) / 资产账面价值
机构投资者持股比例	INSEQU	机构投资者在十大股东中持有流通A股数和总股数的比值
投资者保护执行指数	IP	根据《公司治理专项活动自查报告和整改计划》进行打分
市场化指数	MAR	樊纲和王小鲁(2010)报告的各地区市场化进程指数
公司规模	SIZE	公司总资产取自然对数
资产负债率	LEV	负债总额和资产总额的比值
上市年限	YEAR	截止2007年末上市公司上市的年限
股权制衡度	D2D10D1	第二至第十大股东持股比例和占第一大股东持股比例的比值
成长性	GROWTH	主营业务收入增长率
企业性质	STATE	上市公司实际控制人为中央国有企业、地方国有企业、国资委以及各级政府时为1，否则为0
管理层持股	MHOLD	若管理层持股则为1，否则为0
流通股比例	EQU	流通股数和总股数的比值
股权集中度	D1	第一大股东持股数和总股数的比值
股东获利能力	EPS	每股收益

## 3、样本选择和数据来源

我们选取 2007-2009 年沪深 A 股上市的公司作为样本。截止 2009 年 10 月 7 日，我们从上海证券交易所网站和深圳证券交易所网站共查找到 1270 家 A 股上市公司发布的《公司治理专项活动自查

报告和整改计划》。其中，上海 852 家，深圳 418 家。在此基础上，我们对样本做出如下筛选：

(1)由于被特殊处理的 ST 类公司可能为了不被摘牌，大股东会更多的进行盈余管理，因此，剔除 ST, SST, GST 的公司；

(2)由于金融保险类上市公司遵循的会计核算规则与其他类上市公司存在较大的差异，而且其资产负债结构等与其他行业相差较大，剔除金融公司；

(3)同时发行 A 股、H 股的上市公司和同时发行 A 股、B 股、H 股的上市公司会同时受到国内和国外两个市场的监管和约束，有别于只发行 A 股的上市公司。为了保持样本的一致性，剔除含 B 股或 H 股的上市公司；

(4)剔除当年上市的公司，其目的是为了避免上市公司 IPO 行为，以及基金参与新股发行申购可能产生的影响；

(5)剔除《自查报告》中相关信息披露不完整和相关财务数据不全的公司。

最终，得到 2697 个样本数据。我们根据企业年报手工收集了前十大股东中机构投资者持股比例，并且根据《自查报告》手工收集了投资者保护执行指数。市场化指数来自于樊纲和王小鲁（2010）的研究报告。其他数据均来自于深圳国泰安信息技术有限公司开发的 CSMAR 数据库查询系统。

#### 4、研究模型

根据理论分析，我们构建下面的模型来检验前五个假设。模型一检验了机构投资者持股比例对上市公司投资者保护执行指数的影响。模型二检验上市公司投资者保护执行指数对机构投资者持股比例的影响。模型三检验机构投资者持股比例和公司价值之间的内生性关系。模型四考察了在投资者保护执行较好的上市公司中，机构投资者对企业业绩可能存在的影响。

#### 四、研究结果及分析

为了全面了解我国机构投资者持股选择及其影响效果，我们将从两个方面进行实证研究。一方面，运用多元线性回归分析的方法来探究机构投资者持股对上市公司内部投资者保护行为和公司业绩产生影响，并进一步探讨在不同投资者保护执行程度的上市公司中，机构投资者对公司业绩的影响。

##### 1、机构投资者与投资者保护之间关系的回归分析

###### (1) 描述性统计

从表 3 中发现，从时间趋势来看，持有上市公司股份的机构投资者数量呈 V 型，即 2007 年末持有上市公司股份的机构投资者比例达到 68.97%，到了 2008 年末该比例下降至 64.85%，这说明，2007 年底美国发生的次贷危机对机构投资者的投资信心有所影响，使得机构投资者的投资行为趋向谨慎，而 2009 年随着我国经济的快速复苏，该比例在年末回升至 82.42%，这反映出机构投资者参与市场交易和公司治理的热情得到恢复。

表 3 样本分布表

		样本观测值	比重
证券交易所			
	深圳	885	32.81%
	上海	1812	67.19%
	合计	2697	100%

机构投资者数量			
2007	持有上市公司股份	620	68. 97%
	没有持有上市公司股份	279	31. 03%
	合计	899	100%
2008	持有上市公司股份	583	64. 85%
	没有持有上市公司股份	316	35. 15%
	合计	899	100%
2009	持有上市公司股份	741	82. 42%
	没有持有上市公司股份	158	17. 58%
	合计	899	100%
合计	持有上市公司股份	1944	72. 08%
	没有持有上市公司股份	753	37. 92%
	合计	2697	100%

表 4 列出本文所有变量的描述性分析。从表中可见，机构投资者在上市公司前十大股东中的持股比例平均达到 4. 56%，并且最高可达 31. 52%，而机构投资者持股比例的中位数却只有 2. 19%。这说明机构投资者在上市公司前十大股东中已经占有一席之地，其有能力参与到公司治理之中。

投资者保护执行指数的均值和中位数分别为 15. 29 和 15，这表示大多数上市公司在投资者保护执行方面表现较好，而其最小值为 6，说明个别企业投资者保护执行情况差，并不能有效落实投资者保护相关法律的措施，需要及时改进。

表 4 变量描述性统计结果

		均值	中位数	最大值	最小值	标准差	N
INSEQU <sub>t</sub>		4. 5607	2. 1900	31. 5200	0. 0000	5. 5175	2697
IP		15. 2903	15. 0000	19. 0000	6. 0000	1. 7918	2697
MAR		9. 2873	9. 2181	13. 7920	4. 2500	2. 2671	2697
EBIT	2007	0. 0741	0. 0640	0. 4272	-0. 7411	0. 0658	899
	2008	0. 0544	0. 0510	0. 5019	-0. 3290	0. 0733	899
	2009	0. 0541	0. 0482	0. 3891	-0. 6430	0. 0705	899
	合计	0. 0609	0. 0545	0. 5019	-0. 7411	0. 0706	2697
TQ	2007	2. 3121	1. 9727	10. 3030	1. 0090	1. 1548	899
	2008	1. 3510	1. 1918	8. 5995	0. 6519	0. 5717	899
	2009	2. 3489	1. 9894	11. 2487	0. 8704	1. 2562	899
	合计	2. 0040	1. 6820	11. 2487	0. 6519	1. 1368	2697
INSEQU <sub>t-1</sub>		4. 1037	1. 4900	42. 7000	0. 0000	5. 5400	2697

EBIT <sub>t-1</sub>	0. 0597	0. 0542	0. 5019	-0. 7411	0. 0674	2697
TQ <sub>t-1</sub>	1. 5950	1. 2736	10. 3030	0. 6519	0. 9138	2697
SIZE	21. 7130	21. 6296	26. 7617	18. 6665	1. 0840	2697
LEV	0. 5037	0. 5160	1. 1357	0. 0183	0. 1761	2697
EQU	0. 6756	0. 6544	1. 0000	0. 0680	0. 2124	2697
STATE	0. 6959	1. 0000	1. 0000	0. 0000	0. 4601	2697
GROWTH	0. 2435	0. 1236	58. 3567	-0. 9861	1. 3400	2697
YEARS	9. 7291	10. 0833	19. 0000	1. 0000	3. 6894	2697
MHOLD	0. 6151	1. 0000	1. 0000	0. 0000	0. 4867	2697
EQU	0. 6756	0. 6544	1. 0000	0. 0680	0. 2124	2697
EPS	0. 3296	0. 2200	6. 4284	-2. 8500	0. 5366	2697
D1	0. 3588	0. 3419	0. 8523	0. 0449	0. 1516	2697

对于公司业绩，统计结果表明，2007年底的次贷危机对我国经济影响巨大，上市公司在2008年的业绩状况明显下降，EBIT的均值下降达27.04%，而TQ的均值下降幅度更是达到43.29%。观察2009年末的数据，我们发现EBIT和TQ表现出不同的情况。反映公司经营状况的EBIT略微下降，而反映市场态度的TQ却得到恢复性增长，这说明我国上市公司的经营状况虽然没有扭转下降的趋势，但是，证券市场中的投资者对中国经济的未来发展和上市公司的业绩增长充满期望。

### (2) 机构投资者持股比例对投资者保护执行水平的影响

为了验证假设1是否成立，我们采用最小二乘法进行回归分析。表5的第一列给出了机构投资者持股比例对上市公司内部投资者保护执行指数的OLS回归结果。我们发现，机构投资者持股比例与投资者保护执行指数显著正相关，这说明，机构投资者可以通过持有上市公司的股份，监督上市公司执行投资者保护的行为，从而有效地提高上市公司投资者保护执行水平。地区市场化进程指数与投资者保护执行指数正相关，但是不显著。这个结果有待于进一步的检验。

同时，从控制变量的系数中，可以发现，上市公司的股权制衡度越高，内部的投资者保护执行指数越高，而较高的财务杠杆并没有带来好的投资者保护执行情况，投资者保护执行指数却较低，这说明，上市公司内其他大股东对第一大股东起到了制衡作用，使其提高投资者保护执行水平，但是，资产负债率与投资者保护执行指数之间显著负相关，表示债权人并没有发挥其应有的监督作用。

### (3) 机构投资者持股比例与投资者保护执行水平之间的内生性影响

对于机构投资者持股比例和投资者保护执行指数之间的可能存在因果关系，我们采用三阶段最小二乘法来拟合联立方程。

表5的第二和第三列是联立方程的结果。机构投资者的持股比例对投资者保护执行指数具有显著的正向影响作用。市场化指数与投资者保护执行指数之间在10%水平上显著正相关，这表示市场化程度较高地区的上市公司更能够在规范的市场范围内下约束自身行为，切实落实投资者保护行为。

而从第三列的结果中可以看出，投资者保护执行指数与机构投资者持股比例具有显著的正相关关系，说明投资者保护好的公司会吸引更多的机构投资者进行投资。地区市场化进程指数与机构投资者持股比例呈现显著负相关，这并不符合我们的假设，可能是因为在市场化程度较高的地区，上

上市公司前十大股东中未流通股份比例较高<sup>2</sup>，这导致机构投资者虽然希望大量持有这些上市公司的股份，但也无法真正进入上市公司成为其前十大股东。在控制变量方面，我们发现，机构投资者在选择投资对象时偏好于规模较大、财务风险较高、业绩较好和流通性较强的上市公司。

表 5 机构投资者持股比例与投资者保护执行指数之间关系的回归结果

	OLS	3SLS	
	IP	IP	INSEQU
C	8.8197*** (10.9792)	10.1489*** (11.9649)	-2.2047*** (-7.4342)
INSEQU <sub>t</sub>	0.2998*** (3.5145)	0.6013*** (4.3987)	
IP			0.1372*** (5.6191)
MAR	0.0216 (1.3382)	0.0286* (1.7722)	-0.0095*** (-2.9626)
SIZE	0.2642*** (6.8629)	0.2192*** (5.1367)	0.0175** (1.8833)
LEV	-1.3339*** (-6.3012)	-1.3264*** (-6.2348)	0.2013*** (3.7785)
STATE	0.0538 (0.6896)	0.0669 (1.0135)	
GROWTH	0.0078 (0.3095)	0.0227 (1.0690)	
D2D10D1	0.1651*** (3.0840)	0.2174*** (4.5698)	
YEARS	-0.0493*** (-4.7021)	-0.0285*** (-3.0524)	
MHOLD	-0.0635 (-0.8728)	-0.0721 (-1.1700)	
INSEQU <sub>t-1</sub>			0.5194*** (27.7598)
EPS			0.0973*** (7.5344)
EQU			0.1718*** (5.3565)
年度	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制
Ad R <sup>2</sup>	0.088	0.065	0.265
F 值	8.317***		
DW	1.986		
N	2697	2697	2697

注：括号内的数值为 t 值。\*、\*\*、\*\*\*分别表示在 10%、5%、1% 水平下显著。

## 2、机构投资者与企业业绩之间关系的回归分析

### (1) 机构投资者持股比例与企业业绩之间的内生性关系

鉴于机构投资者持股比例和公司业绩之间可能存在的内生关系，我们采用三阶段最小二乘法来控制机构投资者持股比例和上市公司业绩之间的内生性，回归的结果见表 6。

<sup>2</sup> 本文采用 Pearson 相关性检验法检验了市场化与前十大股东中非流通股比例的相关性，发现二者存在正相关关系，并且在 1% 水平下显著。

在控制内生性的影响后，企业业绩对机构投资者持股比例具有显著的正相影响作用，同时，机构投资者持股比例能够显著促进企业业绩，这表示，机构投资者不仅是企业价值的发现者，还是企业价值的创造者，与肖星、王琨（2005）的研究结果一致。

表 6 机构投资者持股比例与企业业绩之间的回归结果

	3SLS		3SLS	
	EBIT	INSEQU	TQ	INSEQU
C	0.0168 (0.5676)	-0.9501*** (-6.4079)	8.7894*** (19.4282)	-1.5959*** (-6.9064)
INSEQU <sub>t</sub>	0.0523*** (10.4623)		0.6105*** (8.7833)	
IP	0.0004 (0.6911)	0.0040 (1.1363)	-0.0072 (-0.7782)	0.0069** (2.0157)
Mar	0.0010* (1.8502)	-0.0088*** (-3.0173)	0.0139* (1.8014)	-0.0072** (-2.5154)
EBIT <sub>t</sub>		1.8928*** (6.6038)		
TQ <sub>t</sub>				0.0437** (2.1944)
EBIT <sub>t-1</sub>	0.2912*** (14.6421)			
TQ <sub>t-1</sub>			0.3955*** (16.5404)	
INSEQU <sub>t-1</sub>		0.5208*** (26.1242)		0.5808*** (32.7187)
SIZE	0.0018 (1.2572)	0.0460*** (6.4156)	-0.3051*** (-13.8427)	0.0761** (8.3026)
LEV	-0.0760*** (-10.3558)	0.1678*** (3.4601)	-0.8140*** (-7.7988)	0.0237 (0.5261)
EQU		0.1757*** (5.7382)		0.1812*** (4.5398)
GROWTH	0.0052*** (6.8507)		0.0302** (2.5509)	
STATE	-0.0098*** (-4.2361)		-0.0922** (-2.5268)	
D1	0.0283*** (3.6182)		-0.3052** (-2.4926)	
D1squ	-0.0674*		1.8394***	

	(-1.6852)		(2.8718)	
MHOLD	0.0019 (0.9026)		0.0136 (0.4008)	
年度	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
Ad R <sup>2</sup>	0.335	0.510	0.473	0.523
N	2697	2697	2697	2697

注：括号内的数值为 t 值。\*、\*\*、\*\*\*分别表示在 10%、5%、1% 水平下显著。

当公司业绩作为被解释变量时，投资者保护执行水平与上市公司业绩的关系，无论 EBIT，还是 TQ，均不显著，这说明企业内部较好的投资者保护执行情况并不能够直接提高上市公司的业绩。而地区市场化指数与企业业绩显著正相关，这与夏立军（2005）的研究结论一致。结合前人的研究结论，市场化进程较快地区的上市公司，更加注重规范上市公司自身的投资者保护执行行为，从公司内部减少对中小股东可能的侵害，达到了提高企业业绩的目的。

当机构投资者作为被解释变量时，投资者保护执行指数与机构投资者持股比例之间显著正相关，并且变量的显著性提高到 5% 的水平上，这意味着上市公司内部投资者保护执行行为能够影响机构投资者的判断，吸引机构投资者对其进行大规模的投资。和表 5 的结果一致，地区市场化指数与机构投资者持股比例仍然表现出显著负相关关系。

总之，表 6 的结果反映出机构投资者在选择上市公司时，能够考虑到上市公司的投资者保护执行情况和企业业绩，并且愿意大量持股，从而在股东中拥有更多的动力和更大的能力来积极主动参与公司治理，提高企业业绩。

## （2）在不同投资者保护执行程度下机构投资者对企业业绩的影响

在以上研究的基础上，我们希望考察上市公司在不同内部投资者保护执行环境下，机构投资者所能发挥作用的程度可能存在的不同。表 6 的结果却反映出投资者保护执行指数对业绩不存在显著影响。因此，接下来的检验旨在发现投资者保护执行指数对业绩可能产生的间接影响。

表 7 描述了基于不同投资者保护执行水平下，机构投资者持股对企业业绩影响的比较结果。首先，我们观察纵向的比较结果。纵向的均值比较表示在不同程度的投资者保护执行企业中，存在机构投资者的企业业绩与不存在机构投资者的企业业绩之间的关系。我们发现，不管在高投资者保护执行的企业，还是低投资者保护执行的企业中，存在机构投资者的企业业绩均显著高于不存在机构投资者的企业业绩。

其次，对于横向均值比较的结果，表 7 中第一行数据表示，当企业的前十大股东中存在机构投资者时，对于 EBIT，这种差异达到了 25% ( $p < 0.01$ )。这说明，当企业的前十大股东中存在机构投资者时，企业高的投资者保护执行水平，更有利于机构投资者发挥其作用，则其当期的业绩越好，并且其业绩显著高于低投资者保护执行水平企业的业绩。表 7 中第二行数据表示，当企业的前十大股东中不存在机构投资者时，企业业绩并未因投资者保护执行水平的不同而产生差异。但是，对于 TQ 来说，无论前十大股东中是否存在机构投资者，投资者保护执行指数高的企业业绩与投资者保护执行指数低的企业业绩并不存在差异性。其原因可能是由于 2007 年国内经济偏热，通胀压力巨大，人民币升值使得国外热钱大量涌入，导致证券市场处于巅峰期，投资者大量存在非理性投资的情况，从而使得企业年末价格不符合企业本身的价值。

表 7 机构投资者在不同投资者保护执行水平下对业绩影响的均值比较

均值比较		H_IP (IP>15)	L_IP(IP≤15)	T 值(p_value)
EBIT	INSEQU	0.0793	0.0636	5.0705(0.0000)
	NON-INSEQU	0.0314	0.0336	-0.4349(0.6638)
	T 值(p_value)	10.7133(0.0000)	7.6677(0.0000)	
TQ	INSEQU	2.0642	2.0932	-0.4349(0.5906)
	NON-INSEQU	1.7909	1.8262	-0.5381(0.6337)
	T 值(p_value)	3.6317(0.0003)	4.1516(0.0000)	

综合上述两类均值比较结果，在我国上市公司中，机构投资者可以提高企业业绩，并且能够在具有高投资者保护执行行为的企业中发挥更大的促进作用。为了验证机构投资者、投资者保护执行水平和公司业绩的关系，接下来，我们将采用多元回归的方法进行分析。

我们构造在不同投资者保护执行水平下机构投资者持股比例和企业业绩的回归模型，再原研究中加入交互变量 INSEQU\*IPDUM，当上市公司的投资者保护执行指数大于所有企业投资者保护执行指数中位数，即表示企业具有高投资者保护执行时，IPDUM 取 1，否则，IPDUM 取 0。当上市公司中存在机构投资者时，INSEQU\*IPDUM 取 1，否则 INSEQU\*IPDUM 取 0。因此，变量 INSEQU\*IPDUM 表示在投资者保护执行较好的上市公司中，机构投资者对企业业绩可能存在的影响。

表 8 的结果与前文的研究结论并没有实质性的差异。但值得一提的是，当企业业绩作为被解释变量时，机构投资者持股能够显著地促进企业业绩。此时，交叉项 INSEQU\*IPDUM 的系数在 1% 水平上显著为正，这表示，相对于投资者保护执行水平较差的上市公司，在投资者保护执行指数较高的公司中，机构投资者对企业业绩的促进作用更加明显，因为企业内部较好的投资者保护执行水平，更有利于机构投资者采取股东积极主义作用，而在企业内部较差的投资者保护执行环境中，机构投资者不能够完全发挥其监督作用，所以高投资者保护执行水平企业的业绩要显著高于低投资者保护执行水平企业的业绩。

表 8 机构投资者在不同投资者保护执行水平下对业绩影响的回归结果

3SLS	EBIT	INSEQU	TQ	INSEQU
C	0.0755*** (2.5958)	-0.8753*** (-5.7059)	9.3701*** (21.1315)	-2.0651*** (-8.9926)
INSEQU <sub>t</sub>	0.0466*** (8.3559)		0.5632*** (7.2712)	
INSEQU*IPDUM	0.0227*** (7.1012)		0.1749*** (3.4084)	
IP	-0.0030*** (-3.8329)	0.0028 (0.7806)	-0.0344*** (-2.9028)	0.0070** (2.0418)
MAR	0.0008 (1.3970)	-0.0097*** (-3.1931)	0.0118 (1.5154)	-0.0078** (-2.7100)
EBIT <sub>t</sub>		2.6618*** (9.1390)		
TQ <sub>t</sub>				0.0907*** (4.5996)

年度	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
Ad R <sup>2</sup>	0.325	0.471	0.470	0.518
N	2697	2697	2697	2697

注：括号内的数值为 t 值。\*、\*\*、\*\*\*分别表示在 10%、5%、1% 水平下显著。该模型的控制变量包括企业规模、财务杠杆、滞后机构投资者持股比例、滞后业绩、是否国有、企业成长性、第一大股东持股比例、第一大股东持股比例的平方、企业上市年限、总经理持股及年度和行业控制变量。为了节省篇幅，这里的列示省略了这些控制变量的系数。

另外，交叉项 INSEQU\*IPDUM 还有一层重要意义。从表 8 的第一列和第三列中可以看到，投资者保护执行指数的系数  $\alpha_3$  为负值，而交叉项 INSEQU\*IPDUM 的系数  $\alpha_2$  是显著为正的，并且  $\alpha_2 > \alpha_3$ ，这意味着，当企业的前十大股东中存在机构投资者时，较好的投资者保护执行水平能够从企业内部有效地规范控股股东和高管层的行为，提高上市公司的业绩。而在前十大股东不存在机构投资者的企业中，较好的投资者保护执行水平并不能够带来好的业绩，反而是较差的投资者保护执行水平，给高管层更加的空间来“创造”更好的业绩。

### 结论与局限性

我国机构投资者持股水平与上市公司内部投资者保护执行情况和企业业绩具有密切关系。本文以 2007-2009 年在我国沪深 A 股市场上市的公司为例，从投资者保护和企业业绩两个方面，探索了机构投资者选择投资上市公司的考虑因素和机构投资者参与公司治理效果。通过实证研究，得到以下结果：

第一，机构投资者持有上市公司的股份越高，越有动力和能力对上市公司的行为进行监督，提高上市公司内部投资者保护执行水平，使上市公司的大股东和高管层能够规范自身行为，维护了机构投资者自身权益，并最终起到了保护中小投资者利益的作用。

第二，从总体影响来看，机构投资者对上市公司的业绩具有显著的促进作用。尤其是，当上市公司的投资者保护执行水平较高时，机构投资者更加能够发挥其监督和治理作用，使上市公司的业绩得到更大的提高。

第三，机构投资者可以通过抑制上市公司内的高管层代理行为和大股东掏空行为，对公司业绩产生正向影响。同时，上市公司内部较高的投资者保护执行水平也能够抑制高管层代理行为和大股东掏空行为，达到保护中小投资者的目的。

我国机构投资者参与公司治理的手段和途径相当缺乏。在现有的参与公司治理案例中，机构投资者参与上市公司治理自始至终是因为自己的利益受到严重侵害，不得不“据理力争”，完全是被迫的。机构投资者处于弱势的地位，参与公司治理属于利益保护型。而英、美等国的机构投资者因为雄厚的资金实力，处于优势的地位，在必要时完全可以通过委托投票权的争夺获取公司控制权，进入公司董事会，积极有效地参与公司决策，提升公司的经营绩效。在这种情况下，机构投资者不仅可以保护自身利益，而且还能创造价值，属于价值创造型。因此，应该积极引导机构投资者向价值创造型股东转变。

在本文的研究过程，受到各种因素的影响，局限在所难免。准确的考察机构投资者股东积极主义行为的有效性是一项艰难的工作 (Ginan&starks, 2007)，本文在考察机构投资者股东积极主义行为时运用“间接”推测的方法，采用上市公司前十大股东中机构投资者持股比例衡量机构投资者股东积极主义行为，未能找到直接衡量机构投资者股东积极主义的变量，无法深入、准确的反映机构

投资者发挥积极作用的程度。

机构投资者参与公司治理是近年来学术和实务领域的热点。在改善本文不足的基础上，未来的研究可以区别不同机构投资者主体，研究各种类型的机构投资者所选择上市公司的特点，及其在上市公司治理中发挥的不同作用。机构投资者群体之间存在巨大的差异，由于其自身的交易风格、成本—收益函数不同，决定了其在上市公司的经营决策、公司治理上可能发挥不同的作用。另外，可以考虑通过深度访谈与开放式问卷调查形式编制量表，取得第一手资料进行深入研究，这样可以与通过经验数据研究得到的结论相互印证，从而可以继续丰富这一领域研究成果。

## 参考文献

- [1] 陈信元, 陈冬华, 时旭. 公司治理与现金股利: 基于佛山照明的案例研究[J]. 管理世界, 2003, (8): 118-126.
- [2] 陈冬华, 陈信元, 万华林. 国有企业中的薪酬管制与在职消费[J]. 经济研究, 2005, (2): 92-101.
- [3] 樊纲, 王小鲁, 朱恒鹏. 中国市场化指数—各地区市场化相对进程 2007 年报告[M]. 北京: 经济科学出版社, 2010: 259.
- [4] 高雷, 宋顺林. 掏空、财富效应与投资者保护[J]. 中国会计评论, 2007, (3): 21-41.
- [5] 李维安, 李滨. 机构投资者介入公司治理效果的实证研究[J]. 南开管理评论, 2007, (1): 4-7.
- [6] 李寿喜. 产权、代理成本和代理效率[J]. 经济研究, 2007, (1): 102-113
- [7] 李增泉, 孙铮, 王志伟. “掏空”与所有权安排[J]. 会计研究, 2004, (12): 3-14.
- [8] 沈艺峰, 肖珉, 林涛. 投资者保护和上市公司资本结构[J]. 经济研究, 2009, (7): 131-142.
- [9] 翁洪波, 吴世农. 机构投资者、公司治理与上市公司股利政策[J]. 中国会计评论, 2007, (3): 367-382.
- [10] 辛宇, 徐莉萍. 投资者保护视角下治理环境与股改对价之间的关系研究[J]. 经济研究, 2007, (9): 121-134.
- [11] 夏立军, 方秩强. 政府控制、治理环境和企业价值[J]. 经济研究, 2005, (5): 40-51.
- [12] 伊志宏, 李艳丽, 高伟. 机构投资者与公司治理国外文献综述[J]. 商业研究, 2010, (3): 28-32.
- [13] 张纯, 吕伟. 机构投资者、终极产权与融资约束[J]. 管理世界, 2007, (11): 119-126.
- [14] 朱红军, 何贤杰, 陈信元. 定向增发“盛宴”背后的利益输送: 现象、理论根源与制度成因[J]. 管理世界, 2008, (6): 36-46.
- [15] Andrei Shleifer, Robert W. Vishny. A Survey of Corporate Governance[J]. Journal of Finance, 1997, (2): 737-783.
- [16] Balassa B. Tariff Reductions and Trade in Manufactures among the Industrial Countries[J]. American Economic Review, 1966, (56): 466~473.
- [17] Claessens S., Djankov S. Lang, L. H. P. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations[J]. Journal of Financial Economics, 2000, (58).
- [18] Durnev A., Kim E. To Steal or not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment and Valuation[J]. Journal of Finance, 2005, (60).
- [19] Dyck A., Zingales L. Private Benefits of Control: an International Comparison[J]. Journal of Finance, 2004, (59).
- [20] Jensen Michael C., William H. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior Agency Costs and

Ownership Structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, (3).

[23] Krugman, P., Increasing Returns, Monopolistic Competition and International Trade[J] Journal of International Economics, 1979, (9):469~479.

[24] La Porta R. F., Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R.W. Vishny. Law and Finance[ J]. Journal of Political Economy, 1998, (106).

[25] Nenova T. The value of Corporate Voting Rights and Control: a Cross-country Analysis[J]. Journal of Financial Economics, 2003, (68).

[26] Stuart L. Gillan, Laura T. Starks. Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective[J]. Journal of Applied Finance, 2003, 13(2):4-18.

[27] Roll R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers[J]. Journal of Business, 1986, 59.

[28] Xia Chen, Jarrad Harford, Kai Li. Monitoring: Which institutions matter?[J]. Journal of Financial Economics, 2007, (6):279-305.

[29] Yafeh Y., Yosha O. Large Shareholder & banks; who monitors and how?[J]. Economics Journal, 2003, (1).

## **Institutional investors, investor protection and firm value**

ZHANG Shuang-peng<sup>1, 2</sup>, LIU Chang-jian<sup>1, 2</sup> ZHOU Jian<sup>1, 2</sup>,

(1 China Academy of Corporate Governance NKU, Tian Jin, 300071; 2 Business School of Nankai University, Tian Jin, 300071)

**Abstract:** Summarizing the research studies of institutional investors participating in corporate governance, this paper selected 2007 to 2009 Shanghai and Shenzheng A shared listed companies as the research object, carrying the empirical study on institutional investors participating in corporate governance, protecting small and medium-sized investors and enhancing the company performance. The study found that: the higher proposition the institutional investors hold the shares, the more powerful they supervise the companies, and this played an important role to protect the small interests. Secondly, institutional investors played important part on promoting firm performance. Specifically, when investor protection of companies is at high levels, institutional investors can play more roles on supervision and management, and enhance the performance more.

**Keywords:** institutional investors; Investor protection; corporate governance; firm performance

**收稿日期:** 2015-06-18;

**作者简介:**

周建 (1964-), 四川省内江人, 汉族, 于南京大学商学院获得企业管理专业管理学博士学位, 现为南开大学中国公司治理研究院、南开大学商学院以及南开大学滨海学院教授、博士生导师, 研究方向为: 公司战略与可持续竞争优势, 企业国际化战略组织与治理, [jzhou@nankai.edu.cn](mailto:jzhou@nankai.edu.cn), 天津, 300071。

张双鹏 (1985-), 山东滨州人, 汉族, 现为南开大学中国公司治理研究院和南开大学商学院博士研究生, 研究方向为战略管理和公司治理, [shuangpeng1107@163.com](mailto:shuangpeng1107@163.com), 天津, 300071。

刘常建（1981-），山东济南人，汉族，现为南开大学中国公司治理研究院和南开大学商学院博士研究生，研究方向为战略管理和公司治理，243009433@qq.com，天津，300071。