

机构投资者持股对中小投资者保护的影响

——基于公司层面的实证研究

曾月明(博士) 庄璐彬

(东华大学旭日工商管理学院 上海 200051)

【摘要】 保护投资者利益是我国资本市场发展过程中备受关注的焦点之一。对于如何衡量投资者保护水平,本文从公司层面构建了包含投资者知情权、公司治理结构、股东财富最大化、投资回报及公司诚信等五方面内容的中小投资者保护指数,并验证了其有效性。本文选取深交所 399 家上市公司作为研究样本,检验机构投资者持股对中小投资者保护的影响状况,经实证研究后结果表明机构持股与中小投资者保护存在正相关关系。

【关键词】 投资者保护 机构投资者持股 中小投资者 变异系数法

中小投资者是投资者中的弱势群体,他们投资金额小,组织性不强,大多数人缺乏专业知识和分析能力,其信息获取能力处于天然的劣势,并且在立法执法、公司治理和信息披露等方面,缺少对他们进行有效保护。然而,对中小投资者的利益保护会关系到资本市场能否健康发展。近几年,在证监会提出的“超常规发展机构投资者”的战略构想指导下,以证券投资基金为代表的机构投资者发展迅速,逐渐成为中国证券市场的主导力量。根据深交所统计年鉴报告,截至 2010 年底,A 股市场机构投资者持股市值占流通股市值的比重大约为 70%。那么机构投资者持股比例的增加对保护中小投资者利益能否起到积极作用,本文将从公司层面对此进行探讨。

一、文献回顾与假设的提出

1. 机构持股与投资者保护的文献回顾。 研究机构持股与公司治理和公司绩效的关系的文献有很多,趋于一致的观点是,机构持股能完善公司治理和公司绩效。Hartzell 和 Starks (2003)认为机构投资者对上市公司治理结构的完善和交易制度的改进有积极作用。王永海、王铁林和李青原(2007)、高雷、张杰(2008)、姚颐和刘志远(2009)研究发现机构投资者在一定程度上参与了公司治理,其投资的积极性与其所投资公司的治理结构完善程度正相关。Gadhoun、McConnell 和 Servaes、Chaganti 和 Damanpour 等人发现机构持股比例与公司绩效,如托宾 Q 值、净资产收益率等,均存在正相关关系。王锬和肖星(2005)等发现我国机构投资者参与了公司治理后,具有促进公司业绩改善的作用。

也有文献直接研究机构持股与投资者保护的关系。Pound (1988)提出的效率监督假说认为,机构投资者比较容易取得信息且具备专业知识,能比中小投资者更有效地监督公司。由此中小投资者获得了“搭便车”效应,从而机构投资者保护了外部投资者利益。Davis 和 Steil(2005)认为机构投资者代表中小投资者的利益。刘志远、花贵如(2009)认为机构投资者已具备作为股东对中小投资者利益保护产生积极作用的动机和能

力,能抑制大股东的资金侵占行为,从而在客观上保护了投资者权益。张婉君(2010)研究发现我国机构投资者能够减少控股股东占用公司资金的行为,从而保护中小股东的利益。然而,机构投资者究竟能否保护中小投资者利益,在学术界并没有形成一致的观点。

李双海、李海英(2009)认为机构持股降低了会计盈余质量,没有发挥保护中小投资者的作用。陈炜(2010)的研究表明,金字塔式系族结构、机构持股比例高的上市公司的投资者保护效率较低。

2. 中小投资者保护水平评价指标及方法的文献整理。 对于如何量化投资者保护水平,采用什么方法评价投资者保护水平,目前还没有统一的标准。既有学者将单一指标作为投资者保护水平的替代指标,也有学者设计出投资者保护综合水平衡量指标,选用的评价方法包括菲尔德法、层次分析法、变异系数法、专家调查打分法、赋值法以及设定基础再加减分等方法。主要文献汇总见下页表 1。

从表 1 汇总的文献看,专门针对公司层面设计的中小投资者保护指数比较少,多数文献是从法律层面、政策层面、市场层面以及公司层面等设计投资者保护指数。由于投资者保护受外部环境和公司内部众多因素的影响,指标设计综合考虑各影响因素能够使设计的指标比较全面地反映投资者保护情况,但指标设计考虑过于周全的弊端是增加了量化的难度,从而也增加了考核的难度。

3. 研究假设的提出。 机构投资者具有集中性、专业性的特点,比较注重理性投资和长期投资,由于其资金力量雄厚,可以持有较多的公司股份,从而产生与大股东抗衡的力量,且随着其持有的股份比例的不断上升,机构投资者从自身利益出发,会积极参与到公司治理中,以保证其投资收益的安全和稳健。多数文献证实了机构投资者持股对公司信息披露质量、治理结构、公司价值、股东回报等方面的积极影响。而上市公司信息披露质量的提高、治理结构的完善、公司价值及股东回报

表1 投资者保护综合水平评价方法汇总

作者	投资者保护水平评价指标	评价方法
LLSV(1998)	8个股东权利指标、债权人保护指数、4个执法效率指数	赋值方法,股东权利保护5分制,债权人权利保护4分制,执法力度10分制;菲尔德法计算权重
Newman, Patterson和 Smith(2005)	从管理层动机、审计师动机、法律执行动机考虑投资者保护水平	提出想法,没有具体设计
Djankov等(2008)	抗自我交易指数,考察72个国家对同一控股股东关联交易的规范程度	问卷调查
沈艺峰、肖珉和黄娟娟(2004, 2005)	除LLSV的13个指标外,增加了重大事项(如分立、合并和解散等)的表决方式、信息披露制度、会计和审计制度、送配股政策、大股东和董事的诚信义务和忠实义务以及外部独立董事等9项条款	设计赋值原则,给予相应的加分或减分,计算累计值
陆宇建、叶洪铭(2007)	第一大股东持股比例、前五大股东持股比例之和除以第一大股东持股比例、董事会规模、独立董事比例、会计信息披露水平	按大小排序赋值;采用变异系数法计算权重
王秀婷(2007)	中小投资者基本权利、控股股东行为、股权结构等9个一级指标,收益权、知情权、投票权等26个二级指标,下设76个观测点	采用多指标加权平均法,在确定权重时采用层次分析法和德尔菲法
罗本德(2008)	资金占用、关联担保、信息披露质量(审计意见替代)、是否受到更严格的监管	给予相应的加分或减分处理,取累计值
姜付秀、支晓强和张敏(2008)	财务报告质量、关联交易、大股东占款、盈利性、市场评价、盈利潜力、现金分红、股票股利、持有股票收益、被处罚、被通报批评等指标	按一定分值赋分,用德尔菲法和专家调查打分法,确定各构成内容的权重
沈艺峰、肖珉和林涛(2009)	根据1184家上市公司所公布的《自查报告和整改计划》的调查结果,重点从抗董事权、信息披露和投资者保护实施等三个方面设定与投资者保护执行情况相关的答卷问题	对答卷进行赋值,采用0或1的赋值方法,所有项的分值之和作为最后的指数得分
廖筠、翟淑萍(2009)	股权结构、股东权利、投资者关系管理、经理层治理、关联公司治理5个一级指标,14个二级指标,30个三级指标	全文只设计了评价指标,没有定量计算

的提高对中小投资者也会产生积极的影响。

基于文献和分析,本文提出研究假设:从公司层面看,机构投资者持股比例与中小投资者利益保护正相关,机构投资者持股比例越高,中小投资者利益保护越好。

二、实证研究设计

1. 样本数据来源。由于2010年深交所信息披露考评结果还没有发布,所以本文选择2009年的截面数据进行实证研究。初始样本选自深市A股主板和中小板非金融类上市公司2009年度数据,剔除ST公司后,由于CSMAR数据库中部分公司可持续增长率数据缺失,我们收集到399家观测样本。本文使用的数据均来自锐思RESSET数据库、CSMAR数据库、深证交易所官方网站、和讯财经网站,再运用EXCEL2007和SPSS19.0进行数据统计分析。

2. 公司层面中小投资者保护评价指标的构建。公司层面的中小投资者保护水平是一个综合指标,本文对其用投资者保护指数来衡量。投资者保护指数的确定包括投资者知情权、公司治理结构、股东财富最大化、投资回报以及公司诚信五方面内容。

(1)资本市场会计信息的主要使用者是投资者,蔡传里(2008)研究发现投资者保护问题源于信息不对称,会计信息披露的程度会影响投资者保护水平,投资者保护不仅受到所披露会计信息的决策有用性影响,而且受到会计信息披露行为质量的影响。本文投资者知情权用深交所对上市公司信息披露考评结果表示。深交所从2001年度开始从信息披露的及时性、准确性、完整性和合法性四个方面考评上市公司信息披露状况,分为优秀、良好、合格和不合格四个等级,并每年公开

披露考评结果。张程睿、王华(2005)、方军雄、洪剑峭(2005)、曾月明、崔燕来(2011)等人在相关研究中均采用了该考评结果。

(2)公司治理对于保护投资者利益的作用已经得到理论上的充分解释并经过实证检验,股权结构和董事会特征是日前公司治理研究的核心内容,而第一大股东持股比例、股权制衡比、董事会规模、独立董事比例是股权结构和董事会特征常见的衡量指标。

(3)追求财富最大化是股东投资的目的,而企业的盈利能力、市场对企业的评估值、企业的成长潜力能够反映企业为股东创造财富的状况和趋势。具体指标如下:①净资产收益率常用于衡量企业的盈利能力;②托宾Q值用于衡量市场评估值;③多数研究者采用净利润增长率或营业收入增长率作为企业成长潜力的衡量指标,我们认为,净利润增长率或营业收入增长率反映的是企业过去的净利润和营业收入的增长状况,成长潜力反映的是企业未来的发展趋势。陈淑贤(2003)认为用一般财务成果指标衡量成长性不能从深层次解释企业的发展能力与现有的经营效率及资本结构的关系,而可持续增长率是由企业当前的经营效率、资本结构和盈余分配政策决定的内在增长能力,是企业目前经营方针、财务政策以及盈余分配政策综合作用的结果,它从更深层次上综合揭示了企业的增长速度与目前的经营方针、财务政策以及盈余分配政策之间的关系。因此,本文用可持续增长率衡量企业的成长潜力。

(4)投资回报,即股东的获利水平直接影响中小投资者收益。由于数据采集的局限,本文选择了CSMAR数据库中的普通股股东获利率作为替代指标。

(5)企业诚信是树立中小投资者信心的重要内容之一,企

业违规与否是企业诚信最直接的体现,因此本文用企业是否违规来衡量公司诚信状况。综合上述分析,本文构建的公司层面中小投资者保护指数如表2所示。

表2 中小投资者保护指数评价指标

一级指标	二级指标	取值	英文缩写
知情权	信息披露透明度	深交所评级,优秀赋值4,良好赋值3,合格赋值2,不合格赋值1	Rank
公司治理结构	股权结构	第一大股东持股比例	First
		第二大股东至第五大股东持股之和/第一大股东持股	Bala
	董事会结构	独立董事比例	Direr
		董事会规模	Dir
	董事会会议次数	DMeet	
股东财富最大化	盈利性	净资产收益率	ROE
	市场评估	托宾Q值	TobinQ
	成长潜力	可持续增长率	Growth
投资回报	股东获利	普通股获利率(每股股息/每股市价)	Prof
公司诚信	是否违规	违规赋值0,没有违规赋值1	Viol

3. 中小投资者保护指数的计算。考虑到信息的可获得性和客观性,本文采用变异系数法计算公司层面的中小投资者保护指数。限于篇幅,具体计算过程省略。计算结果如表3所示:

表3 指标权重和中小投资者保护指数计算

指标	样本量	极小值	极大值	均值	标准差	变异系数	权重
Rank	399	1	4	3.050 1	0.607 7	0.199 2	3.66%
Dir	399	5	18	9.228 1	1.991 3	0.215 8	3.97%
Direr	399	0.222 2	0.666 7	0.366 6	0.054 1	0.147 6	2.71%
First	399	0.065 4	0.806	0.376 8	0.151 7	0.402 5	7.40%
ROE	399	0.15	51.89	12.723 6	8.283 9	0.651 1	11.96%
TobinQ	399	0.848 9	9.965 3	2.156 2	1.140 2	0.528 8	9.72%
DMeet	399	2	31	8.193	3.513 8	0.428 9	7.88%
Viol	399	0	1	0.964 9	0.184 2	0.190 9	3.51%
Prof	399	0	0.046 8	0.007 8	0.006 1	0.789 5	14.51%
Bala	399	0.0164	3.082 2	0.652 6	0.58	0.888 8	16.33%
Growth	399	-0.117 6	0.789 4	0.108	0.107 9	0.998 6	18.35%
合计						5.441 7	
INEV	399	0.337 2	0.654 2	0.468 4	0.055 9		

如表3所示,可持续增长率(Growth)、股权制衡(Bala)、股东获利率(Prof)、净资产收益率(ROE)以及TobinQ值的权重分别为18.35%、16.33%、14.51%、11.96%、9.72%,是中小投资者保护指数的主要影响因素。一般来说,中小投资者比较注重投资回报、企业的盈利能力和企业未来的发展状况,大量文献证明了大股东对控股股东的制衡能保护中小投资者,所以这五个指标权重较大具有其合理性。而独立董事比例(Direr)权重仅为2.71%(最低),说明其对投资者保护的重要性最小。我们在对独立董事比例与机构投资者的相关性检验中,也发现两者的相关性不大。我国的独立董事对机构和中小投资者

的影响均不显著。最后得出的中小投资者保护指数在0.337 2和0.654 2之间,说明企业间对中小投资者保护状况存在一定差异。

我们根据机构投资者持股比例从小到大对399家上市公司进行排序,并对前后50家上市公司的投资者保护指数进行了独立样本T检验,结果发现,前50家和后50家上市公司的投资者保护指数的Sig值在0.01置信水平下显著(如表4所示),说明本文构建的投资者保护指数是有效的。

表4 投资者保护指数的有效性检验结果

指数	持股排序(从小到大)	样本量	均值	标准差		
	前50家	50	0.435 7	0.049 5		
后50家	50	0.477 2	0.065 0			
指数			方差方程的Levene检验		均值方程的t检验	
		F	Sig.	t	df	Sig.(双侧)
	假设方差相等	6.566 1	0.011 9	-3.597 2	98.000 0	0.000 5
	假设方差不相等			-3.597 2	91.528 9	0.000 5

三、实证研究设计

本文以机构投资者持股占A股的比例作为解释变量。前文所设计的中小投资者保护指数(INEV)作为本文的被解释变量。公司规模(Size)、财务风险(LEV)、账面市值比(MB)等企业特征变量作为控制变量。具体定义如表5所示:

表5 变量定义

英文缩写	变量名	定义
IFInsH	机构投资者是否持股	持有为1,否则为0
InsH	机构投资者持股比例	机构投资者持有A股股数合计/A股总数
INEV	投资者保护水平指数	自行构建
Size	公司规模	年末总资产的自然对数
LEV	资产负债率	年末负债总额/资产总额
MB	账面市值比	年末总资产/市场价值,市场价值=股权市值+净债务市值,非流通股市值用净资产代替

构建的模型如下:

$$INEV=b_0+b_1InsH+b_2Size+b_3LEV+b_4MB$$

四、实证结果分析

1. 描述性统计。

表6 相关变量描述统计

	样本量	百分比			
IFInsH=0(无机构持股)	18	4.51			
IFInsH=1(有机构持股)	381	95.49			
合计	399	100.00			
			极小值	极大值	均值
InsH	399	0.000 0	0.817 7	0.174 1	0.180 0
MB	399	0.100 3	1.178 1	0.549 1	0.196 9
Size	399	19.308 5	25.647 7	21.587 7	1.123 5
LEV	399	0.017 8	0.895 6	0.424 6	0.193 0

如表6所示,被观测到的399家上市公司中,持有流通A股的机构投资者有381家,达到95%。可见,机构投资者参与资本市场的比重很高。机构投资者持有流通A股的股数均值为17%,最大值81%,说明上市公司间机构持股比例差距较大。

2. 参数检验。参数检验主要用于检验机构投资者(IFInsH)对中小投资者保护是否有显著影响。表7中检验结果说明,存在机构投资者持股的企业对中小投资者的保护要优于不存在机构投资者持股的企业。

表7 独立样本 T 检验结果

IFInsH	样本量	均值	标准差		
INEV	1(存在机构持股)	381	0.470 5	0.055 7	
	0(不存在机构持股)	18	0.423 9	0.039 5	
		方差方程的Levene检验		均值方程的t检验	
		F	Sig.	t	df Sig.(双侧)
INEV	假设方差相等	3.042 6	0.081 9	3.509 8	397.000 0 0.000 5
	假设方差不相等			4.792 6	20.339 3 0.000 1

3. 回归分析。机构投资者持股对中小投资者保护指数的回归结果见表8。

表8 回归结果

变量	一元回归		多元回归	
	Sig值	系数	Sig值	系数
常量	0.000 0	0.458 0	0.005 5	0.169 6
InsH	0.000 1	0.059 9	0.005 2	0.044 1
Size			0.000 0	0.015 2
LEV			0.001 5	-0.055 9
MB			0.139 0	-0.025 3
拟合优度R方	0.037 2		0.098 3	
调整R方	0.034 7		0.089 2	
Durbin-Watson	2.042 5		1.997 7	
F值	15.323 7		10.741 9	
F值显著性	0.000 1		0.000 0	
样本量	399		399	

从一元回归结果看,方程的F值为15.3237,统计上显著成立。Durbin-Watson值为2.0425,回归方程不受自相关的影响,且在0.01置信水平下显著相关。机构投资者持股与中小投资者保护水平正相关,初步验证了本文的假设。

从多元回归结果看,机构投资者持股与投资者保护水平依然显著正相关,在0.01置信水平下显著。Durbin-Watson值为1.9977,回归方程不受自相关的影响,本文研究假设基本得以证实,即机构投资者持股比例越高,中小投资者保护越好。控制变量的回归结果中,账面市值比与投资者保护程度呈负相关关系,说明越不被资本市场看好的企业,对投资者保护越不利,这一结果符合一般逻辑,但Sig值0.139表明回归结果不显著。企业规模与投资者保护正相关,在0.01的置信水平下显著,说明企业规模对中小投资者保护有一定的影响,企业越大,投资风险越小,投资者利益越稳定。企业资产负债率

与投资者保护呈负相关关系,在0.01置信水平下显著,说明资产负债率越高,对投资者保护越差,这也符合一般逻辑,负债率高的企业风险较大,投资者收益可能受影响。

五、结语

本文在现有文献的基础上,构建了公司层面的中小投资者保护指数,采用变异系数法计算了投资者保护指数。实证研究发现,在控制了公司规模、账面市值比和资产负债率等影响因素的条件下,机构投资者持股较多的上市公司相对来说对中小投资者保护的水平较高。机构投资者通过参与到公司治理,在保护自身利益的同时,也间接保护了中小投资者的利益。

本文的贡献在于从公司层面构建了可量化的中小投资者保护指数,且在指数构成内容设计中,采用可持续增长率指标衡量企业成长潜力,并验证了指数设计的有效性。

本文的研究存在以下不足:①只采用了深交所部分上市公司的截面数据,没有采用多年的数据进行时间序列上的检验。②对于中小投资者保护指数的设计,目前还没有统一的定论,尽管我们在设计指数时尽可能考虑周全,但受到量化的限制,有些因素如企业制度、企业所处环境等均未予考虑。③限于篇幅,没有检验实证结果的稳健性,机构投资者持股对中小投资者保护产生影响,反之,中小投资者保护的好坏,同样可能也影响到机构投资者对上市公司的投资选择,由此可能产生内生性问题,需进一步检验。

主要参考文献

- 王永海等.机构投资者参与公司治理积极性的分析.南开管理评论,2007;10
- 高雷,张杰.公司治理、机构投资者与盈余管理.会计研究,2008;9
- 姚颐,刘志远.机构投资者具有监督作用吗?金融研究,2009;6
- 刘志远,花贵如.政府控制、机构投资者持股与投资者权益保护.财经研究,2009;35
- 张婉君.大股东控制、机构持股与投资者保护.经济问题,2008;8
- 李双海,李海英.机构持股、中小投资者保护与会计盈余质量.山西财经大学学报,2009;31
- 陈炜.基于投资收益的中小投资者保护效率研究.中国工业经济,2010;10
- 沈艺峰等.中小投资者法律保护与公司权益资本成本.经济研究,2005;6
- 陆宇建,叶洪铭.投资者保护与权益资本成本的关系探讨.证券市场导报,2007;10
- 姜付秀等.投资者利益保护与股权融资成本.管理世界(月刊),2008;2
- 沈艺峰等.投资者保护与上市公司资本结构.经济研究,2009;7
- 廖筠,翟淑萍.上市公司公司治理评价指标体系研究——基于中小投资者保护的视角.郑州航空工业管理学院学报,2009;2