

●刘 军

发展我国证券市场机构投资者刍议

我国证券市场面临的主要问题是发展和稳定。我国证券市场应以发展促稳定,在稳定中求发展。但过去我们的措施却是,为维持证券市场稳定,人为限制上市证券(主要指股票和企业债券)的数量和种类,造成供求矛盾激化,证券行市持续上涨。这种远远背离其真实价值的证券市场价格,激发和强化了人们的投机心理和财富幻觉,遇有风吹草动,很可能急剧下跌。股票行市的暴跌会使大量投资者因蒙受巨大损失而退出市场,更大部分的局外人对证券市场风险的恐惧加强而不愿进入,造成在相当一段时期市场冷落,企业在证券市场筹资困难,原本为稳定市场而采取的措施反而加剧了证券市场的不稳定,甚至导致市场萎缩。这种情况已在深圳发生过,上海也有此征兆。那么,放弃这些限制,现在就增加有资格、有条件的企业发行股票、债券,并大规模组织上市,是否能保证证券市场的稳定和繁荣呢?也未必可行。因为:1. 目前证券市场的投资者主要是个人、家庭等小额投资者,他们购买力有限,投资随意性强,市场容量小。尽管我国居民个人储蓄加手持现金已突破1万亿元,但考虑到时空限制、储蓄动机、心理意识等因素,其中绝大部分并不会直接用于证券投资。目前虽然存在大量货币追逐少量证券的现象,这与证券市场狭小、证券投资收益畸高有关。一旦大量证券上市,股票价格回落接近真实价值,会有部分资金退出证券市场而去寻找其它增值途径。当然,证券价格回落后其风险亦被释放,还会有更多的资金投入,但这些资金数量仍不足以吸纳市场上的股票,完全可能出现股票泛滥、股市不振的景象。2. 证券市场放开后,在有关法律法规不健全、缺乏金融中介机构参与、投资者以个人为主体的条件下,市场易受操纵。由于知识、能力、信息的限制,大多数个人投资者盲目投资,涨买跌卖,容易造成股市的大幅度波动。因此,我国证券市场的发展处于两难的境地,无论限制发展还是促进发展,都不易稳定市场,重要的原因之一是缺乏机构投资者。

机构投资者,是指通过向广大小额投资者发行各种受益凭证或股权凭证筹措资金,再将资金主要用于证券投资以谋取盈利的投资中介机构,如养老基金、信托基金、互助基金、储蓄贷款协会等。机构投资者的建立和发展开辟了一条引导个人投资的新途径。

在西方,机构投资者是证券市场的主要参与者。在我国,随着企业改革和社会保障制度的逐步建立,应以公有制为主体来发展这类机构,鼓励这类机构参与证券投资,并以立法形式对这类机构的财务要求、投资结构、可投资证券的质量和流动性加以规定,定期检查。

机构投资者对证券市场的发育和稳定有着以下重要的作用:

1. 扩大市场容量,大规模吸纳证券,便利融资。企业向市场集资,并不能一厢情愿。如果市场容量太小,证券发行和转让就困难。随着我国经济体制改革的深入,市场调节的力度势必增强,企业通过市场筹资的直接融资比重应比现在成倍增加。而个人投资者绝大多数为风险回避者,直接进入证券市场的资金有限,各种机构投资者将成为证券市场投资的主要

力量。机构投资者的资金来源广泛，而且十分稳定。如退休基金，几乎每个劳动者都愿意加入，各种社会保险机构的保险费收入也相当可观，互助基金对个人投资者吸引力很强，实质是一种个人资金的联合投资。各种机构投资者的存在，大大扩充了市场容量。

2. 是稳定市场的重要力量。机构投资者参与证券市场的目的是获得长期的稳定的收益以应付各种费用支出并壮大机构，不会也不准操纵市场。在我国对证券实行评级制度后，也应在立法上规定机构投资的证券种类和级别。对参与操纵市场、谋取暴利的行为，国家市场管理部门也容易发现，纠正甚至让该机构停业。机构投资者稳定市场的能力还在它有一批精通业务和市场分析的技术人员，可对宏观经济、行业发展、企业经营状况考查分析，懂得证券的真实价值和市场变动趋势。所以，当证券行市不合理上扬时，它会卖出证券；当证券行市不合理下跌时，它会买进证券。这种合法的投资行为，可保持证券的均衡价格以其真实价值为基础随供求关系波动，从而稳定市场。在股市危机时，国家也不排除行政手段对机构投资者的行为进行干预。

3. 有利于分散投资风险。个人投资者资金数量小，只能投资于一种或几种证券。如果证券价格大幅度下跌，会严重损害投资者利益，打击其投资积极性。根据现代资产组合选择理论，资产的风险随分散而降低。在考虑手续费、佣金、花费精力等成本因素后，西方证券专家计算出巨额投资如按一定权数分散到25—35种证券时，可最大限度降低风险而保持较高的收益。个人投资者资金有限。即使想分散，也因成本太高而作罢。机构投资者资本雄厚，拥有一批证券专家，能根据市场情况对其资产所有进行组合投资，即购买一批按一定比例组成的证券，并经常加以调整以分散风险。机构投资者风险较小，而证券收益一般高于储蓄利息收入。因此，可吸入一部分储蓄。这种储蓄转化为投资的分流作用，也降低了社会风险。

4. 机构投资者是国家宏观经济政策在证券市场的作用点。随着证券市场的发展，中央银行迟早会用公开市场业务来传导宏观货币政策。中央银行及在中央银行领导下担负一定宏观调控职能的各专业银行在证券市场吞吐资金其主要作用对象是各机构投资者。机构投资者的行为又带动大批个人投资者，使证券市场成为国家经济政策的传导器和指示器。

有计划、有步骤地培育和发展我国证券市场的投资机构，应成为今后金融改革深化的一个重要方面。这也是一项复杂的系统工程，需要行政、法律、其他经济部门的配合。必须强调，机构投资者的加入与证券市场的发展是一个互相推动的过程，超前和滞后都会产生负效应。在前阶段，证券市场供不应求，供求差距过大是主要矛盾，如不首先大幅度增加上市证券（主要指股票）的数量和种类而首先发展机构投资者，将会遇到以下一些问题：1. 机构投资者的加入进一步激化供求矛盾，导致证券行市上扬，增大了潜在的不稳定因素。2. 机构投资者将面临巨大风险，可能异化为机构投机者。因为市场可供选择的种类太少，风险难于分散，同时供求矛盾使证券行市变幻莫测，一般的技术分析方法未必有效，投资机构不得不把短期效益放在首位。因此，笔者认为，目前应逐步增加上市证券的品种和数量，在此基础上，再发展机构投资者。

机构投资者的发展应是一个政府推动的有序过程，在证券上市量达到一定规模后，可分几个阶段逐次推进。1. 今后一段时期，互助基金应成为我国证券市场主要发展的机构投资者。因为它更能体现自愿、平等、互利的原则。同时，一般互助基金规模较小，容易组建，在经营一段时期后也可自愿解散。互助基金的小规模和灵活性更加适应我国证券市场初级发展阶段规模小、不规范、风险大的特点。经营成功必然促进证券市场的发展，（下转第25页）

投入型增长方式来推动经济发展，但与我国的根本不同点在于投入产出水平不同，这些国家是以“高效益”来支撑经济增长的持续平稳发展。进入90年代以后，上海经济发展将被推入高速增长阶段，如何使上海经济发展迈向新的台阶？就必须处理好速度与效益的关系，应力求走一条“高速度、高效益”的增长道路，不仅注重必要的要素投入，更要提高全要素生产率对经济增长的作用率。

2、投资增长与经济增长的关系。

投资是经济增长的首要因素，对经济发展水平不高、资金短缺的国家，投资往往会带动经济增长的其他因素。投资对经济增长的作用，不仅能形成一定的生产能力，提高国民收入水平，而且投资支出的本身又形成对其他关联部门的推动，所以这是不少发展中国家依靠提高投资率本身来获得经济增长的重要原因。

投资理论告诉我们，在不考虑其他因素的情况下，经济增长率与投资率及投资效率成正比。如果在投资率不变的情况下，不同的投资效率会导致不同的经济增长率。这就说明要使经济增长，既要增加投资数量，又要提高投资效率。随着科技进步，提高投资效率对推动经济增长的潜力越来越大。上海在1979~1990年间，物质生产部门的资产总额扩大2.8倍，但是，同时期的资本产出率却下降33.9%，可见，上海的资本效益状况并不理想。

就投资本身来说，不仅有效率问题，还有规模问题，如果投资增长超过经济增长必然导致资源配置效益的下降、需求膨胀和结构失衡。那么，投资规模是否合理的判断标准怎么确定？我们认为有两条依据可以判断：（1）经济增长速度是否合理；（2）投资增长是否超过经济增长。根据上海的积累率、资本产出率、人均消费水平的提高速度等因素分析，我们认为以后10年上海的经济增长速度可划为三种状态：5%以下为低速增长，6~13%为中速增长，14%以上为高速增长。我们把国民收入的增长速度在6~9%之间称为适度增长。如果投资增长（扣除物价因素）不超过这一区间，则投资规模比较合理；如果投资增长接近或高于14%以上，则投资规模偏大或者出现投资膨胀。

控制投资增长速度对经济稳定和协调增长有重要作用，但就目前上海来说，提高一定的投资率对经济发展有重要意义，然而过多的投资增长又会导致投资效益和资源配置效益的降低，这就需要使投资率保持在适度水平上，即适当的国民收入增长速度确定之后，扣除价格因素的投资率一般不能超过经济增长率。同时，投资的结构应向技术改造、技术更新和科技发展方向倾斜，在增加生产能力的同时更多地推动技术进步，这样才能使投资增长与经济增长的关系协调起来，保证经济的有效增长，从根本上提高全要素生产率对经济增长的作用率。

（上接第53页）即使不成功，对社会的震荡也不大。2. 在中长期阶段，抓住企业改革、住房改革、建立社会保障制度的契机，推动发展以此有关的各种机构投资者，如退休基金、社会福利基金、失业基金、储蓄贷款协会（住房融资机构）等，并鼓励这些机构进入证券市场。此时，证券市场已初具规模，但未进入成熟期，证券交易的风险仍较大。而上述金融机构的性质决定了它的经营不仅关系到经营者自身的利益，而且关系到社会稳定。所以，对这些机构投资者一方面要加强管理，主要通过立法，限制其活动范围以减少风险。如禁止对投机性证券的投资，经营资产要有一定比例的流动性以备支付等。并建立定期检查制度和指标体系。另一方面，要对这些机构投资者实施强制保险。一批新兴金融机构投资者在证券市场中发展和壮大，证券市场才可能真正发挥功能和进入稳步发展阶段。