

证券市场中的机构投资者问题研究

庄序莹

(上海财经大学 财政系, 上海 200433)

摘要: 近来,有关部门提出了超常规培育机构投资者的证券市场监管政策,认为机构投资者能稳定股市,提高证券市场运行效率。本文对机构投资者和证券市场监管的研究却不能支持这样的观点。超常规培育某些特定的机构投资者的作法在实践中会损害证券市场的公平和效率。政府应该做的恰恰是放松在这一领域中对其他投资者进入的管制。

关键词: 机构投资者; 稳定; 效率; 公平

中图分类号: F830.9 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2001)06-0029-07

一、机构投资者问题的研究背景

进入2000年以后,证券市场监管部门多次表示要大力培育机构投资者,并将超常规培育机构投资者列入议事日程,在现实中予以实施。

目前有关部门大力提倡培育机构投资者,特别是象证券投资基金这一类专门从事证券市场投资活动的机构。其理由:一是与国际上欧美市场和亚洲新兴市场的发展趋势接轨。据有关专家认为,机构投资者呈上升趋势是一个全球现象,“一般来说,成熟市场的机构投资者比例相对要高一些。根据美国纽约交易所的统计资料,养老金、证券投资基金和保险公司持有纽约股市总股本的46%,而日本东京交易所上市的股票中,金融机构和投资基金的持有率也达42%。”“亚洲地区也出现了个人投资者的比重趋于下降、机构投资者不断壮大的趋势。”^①二是机构投资者具有稳定股市的功能。据认为,在一个散户居多的证券市场上,“由于个人投资者缺乏对市场进行全面分析和判断的能力,倾向于短线投资,增加了市场交易活动和价格的不稳定性,使得资金穿流于短线内可获益的行业之间,难以顾及长线发展前景看好的行业。”其结论自然是,由于机构投资者对市场有较强的分析判断能力,倾向于长线投资,因而它们能稳定股市。三是机构投资者使证券市场更有效率。原因是散户倾向于短线投机,容易造成市场资源配置价格的偏离,也就影响了证券市场的效率,而相对来说,机构投资者更注重企业的中长期价值,因而使证券市场的效率能得到保证。四是机构投资者能分散股市风险。

那么大力培育机构投资者的举措,其理论依据是否经得起推敲呢?如果我们前述所举的四大理由并不具有理论上的准确性,那么大力培育机构投资者的监管政策是否需要切实地推

收稿日期:2001-4-17

作者简介:庄序莹(1971-),女,浙江海宁人,上海财经大学财政系经济学博士。

行就大有疑问了——不管这种举措在短期内是否解决了政府面临的现实困难这一事实。

二、机构投资者与股市的稳定之假说

1. 稳定股市：一个无法成为证券经济运作的目标的假说

“稳定股市”是在提倡大力培育机构投资者的证券理论和实务界人士所举出的理由中最常见的一个说法。那么，何谓股市的稳定？为什么股市的稳定就一定是一种“好”的境界？

对此问题，至今没有一个全面的、有说服力的解释。也许有人会说，一个稳定的股市就是一个振幅较小的市场，人们在投资时能够比较理性，较少地抛进抛出以换取差价，而是注重股票的长线价值。因而稳定就是好的。这种说法显然是存在重大逻辑错误的。我们都知道，在一个证券化率很高和证券市场比较完善的国家中，股市是一国经济的晴雨表，是一个国家经济运行状况的反映。这一说法的含义就是，首先，证券市场是反映一国经济状况的，当一国经济出现较大的波动时，股市作为晴雨表、温度计，自然应该反映这一经济的变动，而且反映的程度越高、也就表明证券市场的功能发挥得越充分。那么当一国经济强劲增长时，证券市场的自然和正确反映就是股价的强劲上扬，而不是温和地、曲折地向上攀升；当一国经济出现严重衰退时，股市的自然正确反映就应该是股价向下滑落，而不是稳定地持续地向上涨；当一国经济出现较大波动时，股市的反映也应该是股价随之有较大波动。由此可见，股价稳定是否，关键看一国经济稳定与否，脱离了经济的实际运行状况就股市而论股市，显然是犯了形而上学的错误。明了了这一点，我们也就明白一个稳定的股市不应该是我们追求的一个目标，股市稳定不一定就是一种“好”的境界。证券市场所要达到的一个“好”的境界是什么？很简单，就是证券经济运作的两大理论目标——公平和效率，只有这两者才是规范意义上证券市场的两大目标，即证券市场经过充分的运作，只有达到了效率和公平，才是达到了经济学意义上“好”的境界，其他一些似是而非的提法，都有一定的片面性和不合理性。证券市场的效率，其含义就是证券价格能够迅速及时地反映一切经济信息，一个有效率的市场是一个能迅速反映经济信息的市场，一个效率差的市场，其证券价格对经济信息的反映是缓慢的，延迟的。证券市场的效率才是我们追求的目标。回到我们这里所谈的股市稳定一说，当一国经济出现强劲增长而股价也随之强劲上扬时，但如果套用“股市不稳定所以不好”的看法，就会认为股市上涨太快，股价不是稳定地慢慢上涨，风险积聚太大，所以需要人为打压股市，使之恢复到平缓上升的轨道上来；当一国经济出现严重衰退时，如1998年亚洲国家爆发金融危机，股市也随之剧烈震动，股价下跌，如果套用“股市稳定说”的观点，又会认为股价持续、快速地下跌很不好，需要动用政府的力量使之恢复到平衡上升的轨道上来才好！这是一种本末倒置的观点。以亚洲国家金融危机为例，仅仅停留在使股市恢复到原有的股价水平又有何用？即使政府有能力做到这一点，试问，这对解决实质性的问题又有何帮助？须知，这些国家金融危机的爆发，其实质正是政府对经济的不恰当干预使累积的矛盾越来越多，最终导致经济危机的总爆发，从而又引发了股市的剧烈波动，而不是相反。股市能随经济的剧烈波动而波动是一件好事，至少说明这一晴雨表、温度计是灵敏的、在起反映作用的。

2. 机构投资者的行为目的与特征分析

从以上的分析中我们可以看到，股市的稳定不应该是我们追求的目标，因此，我们无论要求谁来稳定股市都是没有意义的。当然，在经济发展相对平稳的时期，我们也不会希望股市大幅波动，因为这时的大幅波动就意味着市场存在着很多不完善的地方，如操纵股价的垄断者的

存在,或是股价过高使股票没有丝毫长线投资价值只能搏取短线差价等。这种市场的不完善之处无疑是需要改进的,那么在此种情况下,机构投资者对改进市场的这些不足之处是否有帮助呢?或是如某些专家、学者认定的那样,机构投资者在这时也能如稳定的经济那样保证股市的运行也是稳定的?

对此的分析离不开对机构投资者本质的研究。经济学原理告诉我们,与当前流行的似是而非的观点不同,结论恰恰应该是,机构投资者不是经济人,并不完全是理性的。而毫无疑问的是,每一个进入证券市场的个人投资者都是经济人,他所做的决策都是理性的,因为他在追求的正是自身利益的最大化。但机构投资者则不然。机构投资者不是经济人,它是一种企业制度形态,是现代企业制度的一种组织形式,机构投资者的行为指向并不是股东或全体基金持有者的利益最大化的。机构投资者并非是具有理性的经济人的结论在实践中也并不难验证。比如,个人投资者从事后看往往高位追涨,但是,至少在他买进时,他觉得有上涨赚钱的机会,他绝不会在高位买进股票就是为了在低价位卖出赔钱;而机构投资者却有可能明知在高位接进股票会赔钱,却还是这么去做,因为机构投资者中的内部人追求的是经营者自身利益的最大化,他们完全可能与某个股票的原庄家达成某种协议,通过损害机构股东或基金持有者的利益来捞取私人的好处(在现有制度框架下,这种行为很难得到有效的约束),因而内部人的行为总是理性的、为个人利益最大化服务的,而机构却作出了非理性的行为。

因此,指望本质上多少存在着不理性的机构投资者总是能够作出逻辑上一以贯之的理性的行为是不现实的,它不可能超越它自身的动机去做什么事,所谓稳定股市更是一厢情愿。另外,退一步讲,当市场危机爆发时,即使机构投资者的内部治理结构是非常完善的,他们又是否能不象个人投资者那样“无理性”地进行恐慌性抛售,而相反进行买进,从而起到稳定股市的作用呢?从实践中看,从未有证实这一点的实证材料。所谓恐慌性的抛售也是一种事后评价的结论,当投资者身处当时的环境中,抛售股票是趋利避害的唯一正确选择,将这种理性的决策称为无理性的行为是完全不恰当的,违背经济学原理的。另外,机构投资者出于减少损失的动机,当然也会抛售股票,指望这时的机构投资者大发善心来拯救股市危机显然是不科学的。除非由于太过恐慌,机构因股票仓位太重根本无法逃脱,这时它会暂时不抛以求相对稳住股价,在更好的价位上将股票抛出去,否则只要它能够比个人投资者早觉察下跌趋势并抢在个人投资者前面抛掉股票,它一定会这么做。国内外证券市场的实践无不充分证明了这一点。

三、机构投资者保证股市运行更有效率之假说

持这种观点的人的依据是,机构投资者较之于一般散户肯定是有较高的能力的,如它能获得更多的信息,对信息的经济含义理解得更充分,对企业的成长前景更为了解等等,因此顾及企业的长远利益,进行长线投资,从而提升了证券市场的运作效率。国外机构投资者居多也是有这方面的原因的。事实是否如此呢?

1. 机构投资者:作为一种现代企业制度所固有的缺陷

我们必须首先回答机构投资者的经济属性问题。答案很显然,个人投资者是经济人,而机构投资者不是经济人。根据现代企业制度理论我们可以判明,机构投资者是一种现代企业制度形态,这应该也是毫无疑问的。在企业历史形态的演变过程中,经历过古典企业制度和现代企业制度这两种模式,这两种企业制度形态有各自的优缺点,在现代经济中都还并存着。当然,现代企业制度在当今社会中占据着主要的位置,对现代经济的发展起到了很大的推动作

用,原因在于现代企业制度的组织形式适合资本庞大、技术先进的规模经济要求。但这并不意味着古典企业制度就被完全摒弃了,相反,因其不存在严重的分权治理问题等优点,古典企业制度形态仍然在现代经济中占据一席之地,并且在今后相当一段时间内也还会存在着。现代企业制度因其固有的缺陷,并不一定适合所有的行业。而证券市场上的个人投资者或个人投资者联合体即可被视为是一种古典企业制度形态,因为在这里,所有权和经营权两者是合二为一的。在证券市场上,到底采取古典企业制度为好还是采取现代企业制度为好,这就需要我们对这两种企业组织形态和证券市场作具体的经济分析,而不能听凭直觉。

应该承认,机构投资者作为一种现代企业制度形态,它有一定的规模经济效应,因为它可以雇佣一些知识和经验丰富的专家,可以比一般的个人投资者掌握更多的信息并作出更好的理解,从而更有可能赚钱。但是我们同时也必须承认,机构投资者这种现代企业制度形态有它本身治理结构上固有的缺陷,即所有者和经营者两权分离情况下带来的一系列矛盾。在古典企业制度下,所有者和经营者几乎是合二为一的,因此这两者的行为指向是非常明确的,那就是企业利润的最大化。但是在现代企业制度形态下,所有者和经营者是分离的(虽然有些大股东又身兼企业经营者身份,因而两者有部分的重合,但不可能完全是重合的),在此情况下,企业的行为指向是不明确的,即并不一定是股东利益——法定名义上的企业利润的最大化,而有可能是部分股东利益的最大化,或者可能是企业经营者利益的最大化。这种情况当然不是企业的出资者——所有股东愿意看到并接受的,因此,股东就需要花费一定的成本去监督企业的经营者,防止经营者侵占股东利益的行为发生,或者是小股东监督身为经营者的大股东,防止大股东侵占小股东利益行为的发生。不管怎么样,在现代企业制度下,股东为保证自己的利益需要花费一定的监督成本,但是,古典企业制度下,这种监督成本是不存在的,因为股东无需这种自我监督就能保证企业利润最大化的目标始终不会发生偏移。因此,由于古典企业制度无需花费监督成本而现代企业制度需要花费监督成本,古典企业制度在这方面往往是占优的。但问题的复杂性在于,采用现代企业制度的行业,由于其拥有巨大的规模经济效应,其产生的规模收益足以抵补间接监督的成本和费用还有余,其利润率水平肯定比单纯采用古典企业制度形态下要高。这就使现代企业制度的存在成为可能,并随着高新技术的突飞猛进,对资本数量的要求越来越高而在现代经济中占据了主流的地位。但是正如我们前面所说,并不是每个行业的规模收益与两权分离带来的监督费用之差都能高于古典企业制度形态下的收益,这需要结合具体的行业作具体的分析,证券行业亦不例外。

2. 证券行业:古典企业制度与现代企业制度之比较

我们必须先来考察采用现代企业制度组织形态的行业的一般特点。这些行业有较高的进入成本,少则几百万元、几千万元,多则上百亿元、上千亿元,不是一般的个人所能投资的;而证券投资领域的进入成本则很低,几千元就可进行投资。另外,采用现代企业制度的这些行业一般都包含着比较复杂和先进的技术,从投入到产出的过程中,涉及到一系列生产环节,包含着多种复杂技术和工艺,这就需要许多掌握不同技术的工作人员来操作和决策,在许多人发挥主观能动性的合力作用下产品才最终得以完成,而靠单个人或几个人要完成一项产品是不可想象的。想想汽车、轮船、飞机等制造过程就会清楚地明白这一点。但是在证券市场上进行投资则不然。虽然在证券投资领域要获得成功也需要高超的认识——如企业财务管理知识、金融知识等经济学知识和其他一些人文知识等,但在证券市场上制胜的所需的知识信息量毕竟是有限的——不象在制造飞机时,只要某一个技术人员对某一部位的技术掌握不够全面、精到、

透彻、这一部位便会失灵而最终使飞机不能被制造出来——然而，在证券市场上，单凭个人的能力，就可以完成从资料收集、信息判断、投资决策到获利了结的整个过程，而几乎不需要别人的帮助。在证券投资领域，恰巧是不需要按照规模经济的要求以现代企业制度来组织企业“生产”的，个人投资者（即相当于古典企业制度形态）完全可以胜任证券投资工作。即使在基金公司中，往往也是杰出的投资大师使基金业绩水平遥遥领先，而不是基金团队的力量才使其业绩领先于同行业。

有人总是强调，机构投资者因其资金和信息的规模优势，其业绩总是会好于一般的个人投资者的。但是这里存在着两个问题。首先，现代企业制度组织形态下两权分离必然会带来利益的漏损（即监督成本），规模经济的收益能够在多大程度上克服两权分离带来的这部分漏损？即达到什么样的规模才算是经济的？20亿元人民币，50亿元人民币，几千亿元人民币，还是几万亿元人民币？我国证券投资基金的规模是经济的还是更大的基金规模是经济的？在经济学上很难说清这一点。可以说，只要个人有足够的力量，他便能掌管足够大规模的基金，这一与个人能力相称的资金规模是符合规模经济的。其次，从来没有人从实证中得出这样的结论，即机构投资者的投资业绩总是好于一般的个人投资者。相反，美国对1977~1997年20年投资基金的业绩追踪研究表明，“能够打败标准普尔500的共同基金的百分比呈急剧下跌趋势，从早期的50%降到近4年的25%。1997年以来情况更糟，到1998年11月，有90%的活跃证券基金的业绩低于市场表现（平均比标准普尔500低14%）。这意味着只有10%的公司的业绩好于平均水平。”^②这表明，个人投资者至少有50%的概率是战胜机构投资者的。在我国，证券投资者基金经过两年左右时间的运作，表明其净值增长并不总是能够跑赢大盘的，扣除其靠申购新股获得的收益，以及其在变现中可能产生的巨额市值损失，其业绩水平到底如何投资者不难判明。

以上分析证明的是，机构投资者并不天然地比个人投资者具有更高的盈利能力，机构投资者想要战胜大盘走势甚至在投资领域的业绩名列前茅，不在于团队的力量就一定优于某个个人的智慧，关键还在于机构投资者中关键决策人物的投资水平。水平高的投资大师无论以个人投资者身份（相当于古典企业形态）还是以机构投资者经理的身份（即现代企业制度形态中的经理人）来投资证券市场，他们或者其旗下的投资基金都将是佼佼者；而投资水平差的个人，不管他是以个人投资者身份还是机构投资者经理的身份来投资证券市场，他们在证券投资领域终究是平庸之辈。美国证券市场多年的实践都证明了这一点。对于当前我国饱受扶持政策优待的投资基金的绩效的评价在未来较长的一段时间中，将会得到更好的证实。即使如美国著名的投资基金老虎基金经历了10年辉煌的投资生涯，最后也会投资失败遭致破产，证明其投资理念尚存在问题。而我国证券投资基金的运作才短短的两三年，对其大唱赞歌无论如何不是一种严谨的判断。那么，在我国的证券投资机构中，投资决策者是否就比其他的个人投资者具有更高的能力呢？从我国投资基金和投资决策人物的产生方式中我们可以看到，它与国外是完全不同的。我国证券投资基金是计划审批产生的，基金经理也是计划方式选拔出来的，选择是在非常有限的范围中进行的，这种非市场化产生方式使得大量的人才被排斥在外，因此，要得出这些基金经理就是我国最优秀的一批投资人才的结论是十分困难的。

四、超常规培育机构投资者——与经济公平和效率目标的背离

我国证券投资基金通过政府计划机制来推动、批准设立并且给予“超常规”的优惠政策还

带来了这样的一些弊病。

首先,这种做法是违反经济公平原则的。我国证券监管部门实行的超常培育机构投资者的做法,其实质是运用政府的强制性权力来替代市场进行利益分配。在市场既定的情况下,证券经济产生的总收益也是既定的,各个证券市场参与者之间所分得的收益比例也是一定的。而政府要超常规地培育机构投资者所能采取的手段,只能是在收益分配比例上作文章。一方面,只允许国有控股的证券公司、信托投资公司等机构有资格设立发起证券投资基金,而将另外的市场参与主体——个人投资者和民营企业等排除在外,通过这种区别对待的做法,设置人为的障碍限制其他投资主体与国有的证券投资基金进行竞争,从而使它们获得一定的垄断收益;另一方面,给予机构投资者更多认购新股的权利,如他们可以充当战略投资者,可以参加新股的竞价配售,这些机构帐号申购新股的数量不设上限等,将新股的无风险收益极力地向这些机构投资者倾斜,从而减少了个人投资者获得新股无风险收益的机会。因此,所谓超常规培育机构投资者,就是政府运用行政权力,在不存在市场失灵的地方干预市场的正常运行,以剥夺某部分市场参与者的利益来加强另一部分市场参与者的利益,从而极大地损害了市场的公平规则。

其次,这种做法必定是损害经济效率的。一方面,有关主管部门不知道多大的基金规模是适合现有投资基金经理的能力,而不像在完善的证券市场上,证券投资基金的规模是由投资经理在市场竞争中慢慢壮大或消亡的;另一方面,根据公共财政理论和十五大“有进有退”的精神,证券市场应是一个充分竞争的市场。在一个应该充分发挥市场竞争的领域,有关部门却重又构造出国有控股的证券投资基金管理公司这一类国有金融企业,由于政府裁判员和运动员角色的时常错位,又将会造成可以预见的一系列矛盾,如国有金融企业因没有经过充分市场竞争造成的经营效率低下问题、有关人员的寻租问题、证券投资基金因垄断而造成的操纵股价问题(近年来股市波幅的减小和市盈率的高涨正说明了这一问题)以及对社会整体经济效率和公平的损害问题等。就以机构投资者操纵股价为例。应该承认,我国股市的股价水平是畸高的,这有历史上国有股和法人股不能流通造成的因素,也与客观的利益格局相关。在大量培育证券投资基金、国有企业、保险基金入市以后,这种不正常的态势又得到进一步强化。由于证券投资基金等都是国有控股的金融企业,在其内部治理结构上有着与一般竞争性国有企业一样的矛盾,即缺乏适当的激励机制,在外部环境上,又总是面临着不应有的偏袒和保护,因此造成了它们的投资行为有一定的扭曲性。它们总是乐于做庄,大量买进几只它们看好的股票,并将其拉升至远离成本区域的高度,在一到两年的时间里使股价翻番或更多,从而使其帐面盈利大幅增长,并以此为依据,提取高额的管理费。由于机构中的内部人并不在机构或基金中持有份额,所有者和经营者是完全分离的,经营者总是尽可能先关心自身利益再关心股东利益,因而在股票价格已远离了价值区域而又没有别的市场参与者愿意在高价位接盘的情况下,机构投资者便会将股价维持在高位而不是抛售股票,在近年机构投资者越来越多进入股市以后,这种现象也越来越普遍,造成了股价波幅越来越小的现象。这样的情形是有利于市场既得利益者而为他们所欢迎,却会最终使个人投资者损失惨重,从而破坏证券市场的效率的。作为证券监管部门由于其逾越了裁判员应持的公正地位,出台种种措施,过度地扶植了某些机构,那么它也就承担了使这些机构业绩变“好”的责任,这样,从逻辑上来讲,当这些机构以损害其他市场参与者的违法违规方式来使其业绩变“好”时,监管部门将因为不正常的运动员—裁判员架构而无力对此作出严厉的处罚或至少查处、处罚不力。

因此,在我国,由于证券投资基金是由政府审批设立而不是由市场自发产生的,证券投资基金从一诞生起便天然地带有各种缺陷,并且使投资行为发生扭曲(如政府运用行政权力命令基金救市或基金公司利用内幕信息拉抬股价等),因而其对证券经济运作的效率的损害也就不言自明。

五、结束语

值得再次强调的是,对于如何培育机构投资者的问题其实是十分清楚的。那就是在这一需要充分竞争的领域,政府的干预特别是“超常规”的干预只会是有害无益的,任何想要超越客观经济规律的主观愿望都是没有成功的可能的——回想一下全面计划经济给我们带来的一切便会清楚地明白这一点。政府所要做的,只是放开过多的限制,撤销证券投资基金的计划审批制,向所有有能力的证券市场主体放开设立公募或私募基金的大门,让充分的市场竞争产生优秀的投资经理和投资基金,这才是机构投资者良好发展的自然顺畅之道。

注释:

- ①《改善投资者结构从哪儿下手——沪深证券交易所有关专家访谈录》,《上海证券报》,2000年5月18日。
- ②罗伯特·哈格斯特朗:《沃伦·巴菲特的投资组合》,机械工业出版社,2000年版。

参考文献:

- [1]罗伯特·哈格斯特朗·沃伦·巴菲特的投资组合[M].北京:机械工业出版社,2000.
- [2]布·罗姆利.经济利益与经济制度[M].上海:上海三联书店,上海人民出版社,1996.
- [3]张维迎.博弈论与信息经济学[M].上海:上海三联书店,上海人民出版社,1996.

Research on the Institute Investor in Security Market

ZHUANG Xu-ying

(Department of Public Finance, Shanghai University
of Finance and Economics, Shanghai, China, 200433)

Abstract: Recently, the relevant department have promoted the security market regulation policy of fostering institute investor in super-routine way. They consider that institute investor can stabilize the stock market and raise the moving efficiency of security market. But the research of this paper on institute investor and security market regulation does not support this view. It points out that fostering some specific institute investors will impair fairness and efficiency of the market in practice, and what should the government do is just loosening the entrance regulation of the other investors in this field.

Key words: institute investor; stability; efficiency; fairness