

LP

On the Normal Development of Institutional
Investors in China's Securities Market

On the Normal Development of Institutional Investors in China's Securities Market

证券市场机构投资者规范化发展研究

◇ 戴志敏 著

On the Nor
Investors

PE



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS
浙江大学出版社

On the Normal Development of Institutional Investors in China's Securities Market

证券市场机构投资者规范化发展研究

◇ 戴志敏 著



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS
浙江大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

证券市场机构投资者规范化发展研究 / 戴志敏著. — 杭州: 浙江大学出版社, 2008. 7

ISBN 978-7-308-05922-0

I. 证… I. 戴… III. 证券交易—资本市场—监督管理—研究—中国 N. F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 057582 号

证券市场机构投资者规范化发展研究

戴志敏 著

责任编辑 傅百荣
封面设计 俞亚彤
出版发行 浙江大学出版社
(杭州天目山路 148 号 邮政编码 310028)
(E-mail: zupress@mail. hz. zj. cn)
(网址: <http://www.zjupress.com>
<http://www.press.zju.edu.cn>)
电话: 0571—88925592 88273066(传真)
排 版 浙江大学出版社电脑排版中心
印 刷 富阳市育才印刷有限公司
开 本 710mm×1000mm 1/16
印 张 15.75
字 数 318 千
版 印 次 2008 年 7 月第 1 版 2008 年 7 月第 1 次印刷
书 号 ISBN 978-7-308-05922-0
定 价 35.00 元

版权所有 翻印必究 印装差错 负责调换

浙江大学出版社发行部邮购电话 (0571)88072522

前 言

机构投资者的产生是基于高度专业化和日趋细化的社会分工,是投资专业化、组织化和社会化的产物,也是金融信托业发展的必然结果。机构投资者对于动员零星储蓄向投资转化、优化公司治理、发挥证券市场的社会功能和正常运作都有着举足轻重的影响。

自 20 世纪 70 年代以来,国际金融证券市场的一个突出发展趋势就是证券投资者法人化、机构化。在我国,为促进我国证券市场的快速成长和发展,管理层也将大力培育行为规范的机构投资者作为加强证券市场建设的重要内容。在这一背景下,我国机构投资者的数量和结构都发生了深刻的变化。他们逐渐成为证券市场中的主力军。目前,我国证券市场上最主要的机构投资者是证券公司和各基金公司,经过近几年的发展,它们的规模逐步增大,对市场的影响也逐步显现。可以说,证券市场发展到一定程度催生了机构投资者,而机构投资者的成长又是我国证券市场走向成熟的重要步骤,大力发展机构投资者,使之尽快成为市场主体,对于证券市场的发展影响重大。

应该看到,机构投资者在对证券市场作出贡献的同时,他们的一些行为也给证券市场带来负面影响。如虚假的信息披露,在承销上市公司股票时利用上市公司与投资者之间的信息不对称包装、伪装上市;部分机构投资者在二级市场上凭借资金实力操纵股价;委托理财中风险控制不严而招致亏损;基金运作中的“黑幕”也损害了投资者利益。因此,如何规范机构投资者的投资行为,促进证券市场投资环境健康发展,已成为亟待解决的重要课题。为此,探讨机构投资者在证券市场中的行为,对于证券市场的发展、正确认识机构的重要性、规范机构的市场运作行为都具有重要的意义。

本书是在作者主持的国家社科基金《我国证券市场机构投资者规范化发展研究》(02BJY131)基础上改编而成。

本书分为七章。

第一章主要对我国证券市场机构投资者行为特征进行了分析。本书阐述了机构投资者的概念,认为机构投资者是指进行金融意义上投资行为的非个人化,也即职业化和社会化的团体或机构。为使讨论问题更集中,本书所研究的对象主要是证券公司、基金公司(包括私募基金)和保险公司。机构投资者的特征则主要包括法律

特征和经济特征。从法律特征看,每一类机构投资者都应按诚信、审慎、勤勉原则运作。机构投资者的经济特征则是体现在金融中介机构方面。在分析了我国机构投资者的发展过程后,本书还对我国的证券公司、证券投资基金、社保基金、保险公司等的现状进行了评析。

为了更深入地探讨机构投资者在证券市场的行为,本书重点从机构投资者的羊群行为和开放式基金的风格趋同性角度进行了研究,并提出了自己的看法。

第二章主要研究机构投资者的地位与作用。笔者认为,机构投资者的地位主要体现在以下五个方面:(1)机构投资者的发展提高了金融体系的效率;(2)机构投资者的发展促进了证券市场的金融创新;(3)机构投资者对上市公司治理结构的改善起着重要作用;(4)机构投资者对于中国证券市场的特殊作用;(5)机构投资者与证券市场的稳定。本章重点在评价国外机构投资者作用的基础上,指出机构投资者对上市公司治理结构改善的积极意义,同时,在中国证券市场上,机构投资者可为股市扩容提供充足的资金,对加快国有企业改制上市,推动企业兼并重组与行业整合也起着积极作用。关于机构投资者与证券市场稳定的关系,笔者认为:(1)机构投资者本身并不应该为证券市场的稳定承担责任;(2)影响证券市场波动的因素是多方面的,并非机构投资者进驻时间长短所能判别;(3)证券市场的稳定与个别股票的价格稳定是不同的概念;(4)机构投资者行为目标决定了投资行为(在合法前提下)。

第三章是对机构投资者违规行为进行分析。国内目前对证券市场机构投资者违规的实证分析还比较少,大多是从规范分析角度笼统地指出券商的一些“违规”行为,而没有给出这些行为的依据。本书通过对中国证监会处罚公告的统计,分析了证券市场存在各类违规现象,指出了证监会公告的特点,目的在于让人们了解中国证券市场有哪些机构在违规,在哪些方面违规,以及违规行为和方式有何特点。这也是本书的创新之处。笔者认为,中国证券市场自创立以来不过10多年时间,它是一个高速成长,尚需不断规范的年轻的市场。市场中出现违规现象不可避免,问题的关键是如何减少违规,让市场运作得更加规范。

在本章中,笔者还对争议颇多的“基金黑幕”话题、基金的“老鼠仓”行为以及私募基金的行为特征、运作方式、存在的问题等进行了详细的研究。

第四章对机构投资者违规行为产生的成因进行了分析。笔者认为,机构投资者在证券市场中显露出的问题及违规现象,是与机构投资者的治理结构、证券市场的结构性缺陷以及监管的有效性密切相关的,要使机构投资者行为规范化,既需要在证券市场建设与监管体系方面不断完善,也需要对机构投资者的微观治理结构进行改革。既要考虑学习先进国家和地区的证券市场管理经验,也要正视“新兴加转轨”市场的特殊性,最终使机构投资者在规范中发展。

第五章探讨的是机构投资者的投资者关系管理(IRM)。我国资本市场建立的

时间尚不长,投资者关系管理在我国资本市场上仍是新鲜事物,它在一定程度上反映了机构运作的规范化程度。本章阐述了投资者关系管理的概念,投资者关系管理的重要性和必要性,并以基金公司为研究对象,较为全面地探讨了机构的投资者关系管理问题。为了正确反映基金公司的投资者管理状况,本书建立了完善的评价指标体系,并用 AHP 方法,对基金公司的 IRM 状态进行了评估。我们认为,这一方法是具有创新和实践指导意义的。

在本书的第六章,我们花了较多的篇幅研究和探讨了机构投资者规范化发展的对策。它们包括:(1)完善机构投资者的治理结构。机构投资者应以《公司法》为基础,以国际公司治理结构的最新理论和实践为参照,建立科学的公司治理结构,完善内部控制制度,树立严格自律意识,完善自我约束机制。(2)强化信息披露,切实保障中小投资者的利益。信息披露制度是我国证券市场的薄弱环节,也是完善证券市场的当务之急。我们认为,完善证券市场的信息披露制度,主要应从信息提供和流通渠道入手。(3)加快金融产品创新的步伐,通过创新解决发展中的问题。当前缺乏的是规避市场风险的产品,股指期货则有助于丰富对冲金融品种。(4)法规的完善。要注意两个方面,一是健全法律制度,尤其是投资者保护方面的法律制度。二是要注意法规条款的可操作性。(5)拓宽多元化融资渠道,以市场化形式壮大机构实力。本书进而对机构投资者的各种融资渠道进行了深入的剖析。(6)通过组织创新规范,以资本为导向培育多元化主体。本书还对各种机构组织创新模式进行了分析。(7)加强对机构投资者的监管。笔者认为,我国应选择以政府监管为主导,同时充分发挥自律组织的自律作用,走一条政府集中监管与行业自律相结合的监管道路。

第七章研究了如何强化机构投资者的风险控制。在证券市场的重大转变时期,机构投资者面临的政策环境、市场环境都发生了显著的变化,市场空间和市场机会迅速拓展,但市场波动的加剧、新业务的拓展,机构投资者承担的风险也会不断增加。增强机构投资者的风险控制能力,也是机构规范化运作的一个重要组成部分。在完成机构投资者风险管理系统组织构建、建立各类风险的评估体系并界定相应的管理措施后,笔者还建立了一个较为齐全的风险预警指标体系和开放式基金流动性管理模型,它们具有较强的可操作性,可对机构金融风险进行监控与预警。

国内外证券市场的实践表明,机构投资者规范化运作应该是一个渐进的、长期的进程,要考虑到市场各方面的情况,从现实情况出发,实事求是地逐步推进。而规范的前提是把握机构投资者的行为特征,通过设立一系列的规则规范机构投资者的行为,则可使机构投资者处于动态学习过程中,在一定程度上提高反向修正能力,促使其规范运作,真正保护投资者利益。本书的研究对于结合我国证券市场实际深化机构投资者的研究,对于促进机构投资者治理结构和管理体制的完善,增强机构投资者的抗风险能力,保护中小投资者的利益,确保证券市场稳定健康发展都

具有重要的意义。

在本书的写作过程中,笔者查阅和参考了大量的相关文献,力求观点新颖、紧密联系实际。同时,还要感谢一些基金公司、证券公司的专家对本书提出的宝贵建议;也感谢浙江大学出版社傅百荣先生的大力支持。由于证券市场发展日新月异,有许多问题需要研究和探索,本书的研究也只是抛砖引玉,也望得到各位专家的批评指正。笔者相信,只要各方努力,一个以机构投资者为主体的高效、有序的证券市场必将在我国出现。

作 者

2008年1月于浙大求是园

目 录

第一章 我国证券市场机构投资者行为特征分析.....	1
一、机构投资者的概念与特征	1
(一)机构投资者的概念	1
(二)机构投资者特征的理论探讨	2
(三)我国机构投资者的发展过程	5
二、我国机构投资者的规模与结构分析	9
(一)我国证券公司规模的实证分析	9
(二)证券投资基金的规模分析.....	16
(三)保险公司.....	20
(四)社保基金.....	22
(五)私募基金.....	24
(六)QFII	24
(七)三类企业.....	28
三、机构投资者的羊群行为.....	28
(一)金融市场的羊群行为定义和特征.....	28
(二)羊群行为的成因.....	29
(三)证券市场羊群行为效应的衡量.....	30
(四)国内对于羊群行为的研究评价.....	33
(五)对羊群行为的思考.....	33
四、我国开放式基金的风格趋同性研究.....	35
(一)开放式基金的投资目标.....	35
(二)开放式基金的趋同性分析.....	37
(三)开放式基金表现趋同性的原因分析.....	39
(四)开放式基金追求差异战略的若干建议.....	40
第二章 机构投资者的地位与作用	43
一、机构投资者的发展提高了金融体系的效率.....	43
(一)机构投资者的发展促进了金融业的竞争.....	43

(二) 机构投资者的发展使得投资者交易成本下降	45
(三) 投资银行业务的开展优化了公司资源的配置	45
(四) 可以促进证券交易与清算系统效率的提高	46
二、机构投资者的发展促进了证券市场的金融创新	46
三、机构投资者对上市公司治理结构的改善起着重要作用	48
(一) 国外机构投资者对于证券市场的影响	48
(二) 机构投资者的积极作用	51
(三) 机构投资者与公司治理关系的启示	53
四、机构投资者对于中国证券市场的特殊作用	54
(一) 为股市的扩容提供充足的资金	54
(二) 加快国有企业改制上市, 推动企业兼并重组	54
五、机构投资者与证券市场的稳定	56
(一) 有利于证券市场稳定的观点	56
(二) 对证券市场稳定没有明显作用的观点	57
(三) 中立的观点	59
(四) 我们的观点	60
第三章 机构投资者违规行为分析	62
一、机构投资者违规行为的实证分析	62
(一) 问题的提出	62
(二) 分析数据及处理方式	63
(三) 证监会各年公告券商违规实证分析	63
(四) 证监会公告的特点	68
(五) 违规案例分析: 南方证券	71
二、关于“基金黑幕”等问题的思考	73
(一) “基金黑幕”简介	73
(二) 基金管理公司对“基金黑幕”的反应	74
(三) 证监会对基金管理公司的检查报告	74
(四) “基金黑幕”引发的讨论	75
(五) 对“基金黑幕”中所揭露问题的进一步思考	76
(六) 关于基金公司的“老鼠仓”违规行为	80
三、对私募基金的行为分析	82
(一) 私募基金的基本特征	82
(二) 我国私募基金的发展现状	84
(三) 我国私募基金存在的问题	86

第四章 机构投资者行为异化的成因分析	89
一、机构投资者治理结构的制度性缺陷	89
(一)公司治理结构的一般理论	89
(二)西方机构投资者的治理结构分析	91
(三)我国机构投资者法人治理结构分析	95
二、证券市场的结构性缺陷	107
三、证券市场监管的缺陷	108
第五章 机构投资者与投资者关系管理	110
一、投资者关系管理及必要性	110
(一)投资者关系管理(IRM)的定义	110
(二)投资者关系管理的必要性	111
(三)投资者关系管理的内容	115
二、基金公司投资者关系管理的特点	117
(一)IRM 是公司持续的战略管理行为	117
(二)IRM 的核心是通过沟通,促进了解和认同	118
(三)IRM 中沟通的是投资者相关决策信息	118
(四)IRM 的对象是公司的投资者或潜在的投资	118
(五)IRM 的基础是充分的信息披露	119
三、国外证券机构的 IRM 管理方式和理念	119
(一)公司治理结构严谨	119
(二)基金的营销注重品牌建设	120
(三)重视投资者关系	120
(四)注重对投资者保护	123
(五)实行严格的信息披露制度	124
四、我国基金公司 IRM 的发展及评估	125
(一)我国基金公司 IRM 现状概述	125
(二)基金评级	128
(三)基金公司 IRM 之模糊综合评价	130
第六章 机构投资者规范化发展的对策	139
一、完善机构投资者的治理结构	139
(一)证券公司治理结构的完善	139
(二)基金公司治理结构的完善	141

(三)建立和健全机构投资者管理层激励机制	144
二、强化信息披露,切实保障中小投资者的利益	146
(一)完善信息披露的措施	147
(二)信息披露与中小投资者权益保护	149
三、加快金融产品创新的步伐,通过创新解决发展中的问题	153
(一)证券市场金融产品创新的必要性	153
(二)金融产品创新的品种选择	154
四、法规的完善	156
(一)关于投资者保护的法规制度	157
(二)注意法规条款的可操作性	157
(三)关于内幕信息(交易)法律架构的完善	158
(四)加大执法和处罚的力度	162
(五)关于私募基金的立法评析	163
五、拓宽多元化融资渠道,以市场化形式壮大机构实力	167
(一)拓宽券商融资渠道的必要性	167
(二)我国券商融资的现状与探析	168
六、通过组织创新规范,以资本为导向培育多元化主体	175
(一)上市	176
(二)业内重组并购	177
(三)券商集团化	179
(四)基金公司的发展壮大	180
(五)引进外资,组建合资券商和基金管理公司	184
(六)积极培育多元化投资主体	190
七、加强对机构投资者的监管	192
(一)监管的目标	192
(二)监管的原则	193
(三)监管模式的选择	194
(四)完善证券市场监管的法律体系	195
第七章 强化机构投资者的风险控制	199
一、机构投资者的风险分类	199
(一)市场风险	199
(二)信用风险	199
(三)流动性风险	200
(四)操作风险	200

(五)政策与法律风险	201
二、机构投资者的风险管理过程	201
(一)风险政策与程序	201
(二)风险识别	201
(三)风险评估与测算	202
(四)风险管理与控制	202
(五)风险报告	202
(六)风险政策更新	202
三、风险管理系统的组织构架与流程	202
四、风险管理系统的预警指标体系	206
(一)建立风险预警指标体系的原则	207
(二)风险预警指标体系运作的基本思路与方法	207
(三)风险预警指标体系的构建	208
(四)风险预警指标体系的数据处理	210
五、开放式基金流动性风险管理	211
(一)开放式基金流动性风险的形成机制	211
(二)模型背景描述	212
(三)流动性风险的模型分析	213
(四)对流动性管理的启示	218
附录 中国证监会公布的部分处罚公告(1994 年 1 月—2002 年 4 月)	220
参考文献	232

第一章 我国证券市场机构投资者行为特征分析

一、机构投资者的概念与特征

机构投资者的产生是基于高度专业化和日趋细化的社会分工,是投资专业化、组织化和社会化的产物,也是金融信托业发展的必然结果。机构投资者对于动员零星储蓄向投资转化、优化公司治理、发挥证券市场的社会功能和正常运作都有着举足轻重的影响。虽然机构投资者的这种影响强弱因国别不同而参差不齐,但是各国机构投资者的作用却有不断加强的趋势。尽管机构投资者的起源并不晚,而且被广泛地使用着,但是即使在现在,机构投资者这一术语仍缺乏一个准确而有效的定义。因为它不是一个有着共同性质的单独的群体,而是风格迥异、有着不同的风险防范与投资策略,介入公司治理的方式和在公司治理中的作用有相当大的差异,在不同国家所经营的业务范围也有很大的不同群体。

(一)机构投资者的概念

对于机构投资者的定义,目前国外比较权威的或全面的说法主要有两种。一是按照《新帕尔格雷夫货币与金融词典》(Brancato, 1991)的定义:机构投资者就是许多西方国家管理长期储蓄的专业化的金融机构。这些机构管理着养老基金、人寿保险基金和投资基金或单位信托基金,其资金的管理和运作都由专业化人员完成。因为这些机构要负责确保基金受益人获得满意的回报,故他们必须根据每天的情况来考虑如何安排其持有的结构和规模。很明显,这个定义所包含的机构投资者是指专门投资于证券业并积极管理这种投资的金融中介机构,若是局限于证券投资组合管理而专注于所投资公司业务和业绩的股份持有机构则不属于此种定义的机构投资者。它把产业基金、风险投资基金以及大陆法系国家的银行都排除在外。因此这种定义是不完备的。二是按布朗卡托的定义,所谓机构投资者,是对应或有别于个人投资者,总体上基于这样的事实而存在,即资金由职业化人员或机构管理,广泛投资于不同领域。管理的资金种类主要包括私人养老金、国家和地方退休金、共同基金、封闭性的投资信托基金、人寿保险公司、财产和意外伤害保险公司、银行管理的非养老基金和慈善研究或捐赠基金。这种定义狭义地反映了机构投资者的范

围,因为在投资领域通过创新的金融技术而筹集运作资金并未涵盖在内。实际上,这一定义突出了与个人投资者的差异,并且说明了投资的专业化和机构化的特性。

国内也有若干有关机构投资者的定义,在刘长青编著的《证券投资词典》里对这些定义进行了归纳和总结,一是指明从事的是证券投资,二是列出了几类典型的机构投资者。但最为典型的是严杰主编的《证券词典》中的定义:所谓机构投资者,又称团体投资者,是个人投资者的对称,是指以自有资金或信托资金进行证券投资活动的团体,包括投资公司、投资信托公司、保险公司、储蓄银行、各种基金组织和慈善机构等。其特点是:相对于个人投资者来说,一般都拥有巨额资金,收集和分析证券等方面的信息的能力强,能够进行和完成分散投资。他们从投资者、保险户、储蓄户等方面吸收大量资金,将其一部分投放证券市场进行投资活动。这个定义实际上与《新帕尔格雷夫货币与金融词典》的定义是一致的。

我们认为,机构投资者是指进行金融意义上投资行为的非个人化,也即职业化和社会化的团体或机构,它包括用自有资金或通过各种金融工具所筹资金并在金融市场对债权性工具或股权性工具进行投资的非个人化机构。它或是积极于证券组合管理,或是积极于所投公司管理。综合各方面对机构投资者的认识,结合中国的证券市场投资者构成的实际情况,本书把机构投资者区分为广义的机构投资者和狭义的机构投资者:相对于个人投资者而言,狭义的机构投资者是具有一套严密的组织形态和投资决策管理制度、拥有较多自有资金或依法募集的资金、在证券市场上从事投资行为的金融类机构,如证券公司、保险公司、基金公司(包括私募基金)等。广义的机构投资者则还包括一般的投资公司、产品企业、信托投资公司。为使本书研究内容更有针对性,除特别说明外,本书所研究的对象主要是证券公司、基金公司(包括私募基金)和保险公司。

(二)机构投资者特征的理论探讨

1. 机构投资者的法律特征

机构投资者是由单个投资者转化而来,利用自有资金或通过契约而募集资金进行金融投资。其一方面具有投资者的特征,另一方面又涉及委托、代理等问题。每一类机构投资者基本上按以下原则或特性运作:

(1) 诚信原则

诚信原则是最基本的受托人义务,是忠诚原则和守信原则的简称。忠诚原则要求受托人必须诚实地为其受益人服务。这要求受托人要置受益人之利益在其自身利益或第三方利益之上,更要避免出现受托人的自利性交易。机构投资者的忠诚问题贯穿信托关系行为中的各个方面。从金融资产的购买与出售,投票权的代理等。这要求机构投资者要尽最大努力为其客户或受益人负责。

而守信原则是指机构投资者对于预先约定的为客户服务的承诺都要无条件地

遵从。对于由于不可抗力所造成的失信要做出诚实明确的解释并赔偿由此对客户所造成的损失。这个原则实施起来也不容易。以基金公司为例,一般情况下,为了发行更多的基金单位以收取更多的管理费,证券投资基金,特别是封闭式证券投资基金都对存户做出了诸多的承诺。一旦发行完毕,则易对原先的承诺掉以轻心,没有动力或根本就没有意愿去遵守这些承诺。

(2) 审慎原则

所谓审慎原则,也称谨慎原则。就是指受托人在管理客户或受益人之财产时要像对待自己的财产那样尽心尽力。甚至要比管理自己财产更趋于保守,更趋于慎重。当然这种谨慎是指通常意义上的谨慎,但这种谨慎又是没法准确测度的。一般或通常的小心谨慎是受托行为的测度标准,不过这也只能通过法律推定来完成,因为这种谨慎行为是无法进行定量分析的。

(3) 勤勉原则

勤勉原则包括两个方面的内容:一是在业务上要不断创新,以设计更多、更方便的交易品种满足受益人的需要;二是在交易过程中不应当放过任何一个增加受益人财富的机会,哪怕付出的努力很多,而增加的收益很少;受托机构中的雇员不论在何时何地,在何种有利于或不利于自身利益的局面下,都应当时刻以受托人的利益来勉励自己,把增进受托人的福利作为自己唯一的宗旨。当然,勤勉原则里面也隐含了勤俭节约的意思,它要求机构投资者不能过分做大在职消费和支取过多的薪酬。这样会间接损害基金公司股东和个人投资者的利益。

2. 机构投资者的经济特征

机构投资者从其法律特征上讲是积极的受托人。但从其经济组织的类型特征看则是金融中介机构。不论是合约型(契约型)的机构(保险公司和养老基金)还是公司型基金(证券投资基金),其具有的中介性是相当明显的。更为具体地说,这种机构提供的中介功能表现在如下几个方面:即信息中介、风险中介、监督中介、期限中介、规模中介及交易中介。

(1) 信息中介

信息中介提供进行交易所需的所有信息的服务以及提供交易后监督信息的服务,使单个投资者免于信息的搜集、加工与决策之困难。这主要起源于投资专家多年的投资经历及信息成本的分担更加容易和合理。

投资者投资于任何一种金融工具都存在一个收集有关该企业和证券的信息问题,而收集加工信息是需要花费时间和费用的,而且需要投资者具备专门的知识、技能和经验,以至于对于一个普通投资者而言几乎是不可做到的。比如投资基金由于委托基金管理公司进行投资管理,基金管理公司从业人员大都经过高等教育和专业训练,他们是证券投资分析专家,知识全面、思维敏捷、工作勤奋,具有较高的综合素质,专家从事信息加工的成本一定比非专业的投资者要低得多。

投资者通过投资基金投资于各类金融工具,也使投资者需要获取的信息大大减少,从而降低交易成本。各种金融工具的特性不一样,上市公司的经营状况千差万别,市场风云变幻莫测。投资者直接参与市场所需获得的信息量是巨大的。而以购买投资基金的方式间接入市,只需获得有关投资基金的经营管理信息就够了,而且投资者对投资基金进行价值判断相对比较容易,只需分析基金资产的安全与增值状况。

(2) 风险中介

机构投资者能够分散风险。机构投资者可以将资产分散投资于股票、债券、期货、房地产;对于专项基金来说,基金管理人也可以将基金资产分散投资于这个领域的不同对象上;同时基金管理人还可以根据不同地区和不同产业的资产安全和投资回报及时改变投资组合,从而避免了将所有鸡蛋放在一个篮子里的风险。由于个人投资者的资产规模太小,一般难以通过合理的投资组合来规避风险。机构投资者通过规模的聚集可更广泛地投资于各行业,使非系统性风险降低。同时专家或机构操作更易于及时发现、调整和转换风险,并更快地运用新的规避风险的工具。

(3) 监督中介

对于单个的投资者来说,交易后出于监督成本很高而无力或不愿意承担监督公司经营之职。而对于机构投资者则不然。由于监督成本可在部分“终极投资者”之间分担,且具重复操作的技能优势,使机构投资者更有可能介入公司的管理。

进入公司控制权市场和介入公司治理结构是机构投资者监督公司管理层的主要策略。在英美各国,机构投资者普遍采用的是外部监控模式,即以非银行金融机构投资者为主。通过资本市场的流动性,也就是通过公司控制权市场间接参与对公司的监控。而大陆法系的日德机构投资者主要是以银行为主,通过长期持股和贷款,也就是通过进入董事会直接参与对公司的监控,称为内部监控模式。在以韩国为代表的东南亚各国,则流行的是家族监控模式。韩国的家族通过直接和间接的交叉持股组成企业集团。在1996年,如果以持股10%为分界线,则14%的公司为公众持股公司,68%的为家族控制公司。

(4) 期限中介

虽然在较为发达的金融市场中,投资者可以在交易日内购买或卖出各种期限的金融工具,安排资产的合理期限结构,但是对于主要的机构投资者,尤其是开放式投资(共同)基金,也提供随时退出基金的安排,使基金投资者具有灵活的期限自由度。同时机构投资由于规模、信息优势也使期限转换更为容易。

(5) 规模中介

这一点更多的是和规模经济效益相关联。由于随规模的扩大、边际成本递减,使机构投资更易于达到较优的投资规模,相比较而言,个人投资则使集合投资的规模优势由于规模小而难以达到。

以投资基金为例,投资基金作为金融中介机构,通过聘请经济、金融、会计、审计、法律等方面专家来完成基金投资的各项管理工作,进行专业化的分工与协作,提高了基金运作效率。投资基金是信息的生产和使用者,需要收集加工大量的信息,签订各式合同。基金规模越大,单位信息成本和合同成本就越低。如图 1-1 曲线所示。

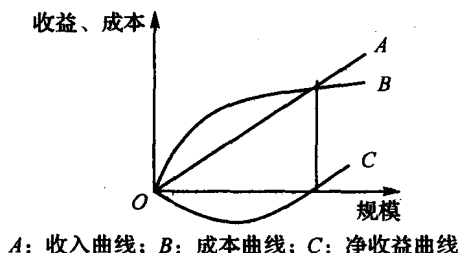


图 1-1 投资基金成本—收益曲线

从基金投资人角度看,由于基金资产规模庞大,克服了单个投资规模过小的不足,基金投资人通过“搭便车”,可以分享基金庞大资产进行组合投资所带来的规模经济效益。投资基金所具有的这种提高规模经济的机制也是其迅速发展的内在原因。

(6) 交易中介

交易中介的作用表现在个人与市场之间。机构的介入使众多个人的交易由机构的交易替代,使机构内部的交易(受益人或基金所有者与机构的交易)替代了部分市场交易,从这一点上看,机构投资者又是金融市场的替代品。

投资者谈判和签订合同也要花费时间和金钱,这叫做合约成本,其中包括监督和管制合约履行的成本。在现代金融市场中,投资者将这些工作交由基金管理人员占完成,可以大大节约成本。

(三) 我国机构投资者的发展过程

我国证券市场历史只有十多年,但在十多年的时间里,我们走过了发达国家证券市场几百年走过的路程,投资者的成长也是日新月异。机构投资者的发展可以分为两个阶段。

第一阶段是 1991—1998 年。该时期堪称为绝对散户投资者时代,散户投资者占投资者的绝对数量优势。而这个阶段的机构投资者主要是证券公司、信托投资公司和老基金。它们在开户数量上处于绝对少数,而且资金投向也不仅仅局限于证券投资。以基金为例,当时基金的设立目的主要在于集资而非今天我们所讲的投资。当时,全国经济发展迅速,过热的资金需求与国家控制信贷规模、控制高通货膨胀形成巨大的落差,而上海、深圳的证券市场又让各地政府想入非非。但是证券市场