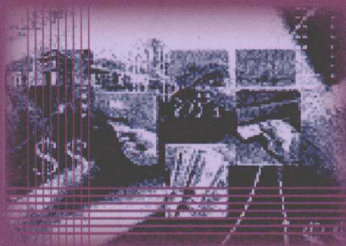


金融风险管理研究文库

中国 私募证券投资基金 行为与监管研究

◎ 巩云华 / 著

ZHONGGUO SIMU ZHENGQUAN TOUZI JIJIN
XINGWEI YU JIANGUAN
YANJIU



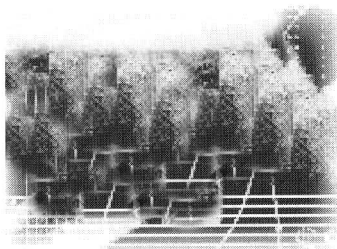
首都经济贸易大学出版社
Capital University of Economics and Business Press

 金融风险管理研究文库

中国 私募证券投资基金 行为与监管研究

◎ 巩云华 / 著

ZHONGGUO SIMU ZHENGQUAN TOUZI JIJIN
XINGWEI YU JIANGUAN
YANJIU



 首都经济贸易大学出版社
· 北京 ·

图书在版编目(CIP)数据

中国私募证券投资基金行为与监管研究/巩云华著. —北京:首都经济贸易大学出版社, 2012. 12

ISBN 978 - 7 - 5638 - 1619 - 4

I. ①中… II. ①巩… III. ①投资基金—金融监管—研究—中国
IV. ①F832. 21

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 295290 号

中国私募证券投资基金行为与监管研究
巩云华 著

出版发行 首都经济贸易大学出版社
地 址 北京市朝阳区红庙(邮编 100026)
电 话 (010)65976483 65065761 65071505(传真)
网 址 <http://www.sjmcb.com>
E-mail publish@cueb.edu.cn
经 销 全国新华书店
照 排 首都经济贸易大学出版社激光照排服务部
印 刷 北京市泰锐印刷有限责任公司
开 本 787 毫米×960 毫米 1/16
字 数 202 千字
印 张 11.5
版 次 2012 年 12 月第 1 版第 1 次印刷
书 号 ISBN 978 - 7 - 5638 - 1619 - 4/F · 1183
定 价 25.00 元

图书印装若有质量问题,本社负责调换
版权所有 侵权必究

前言

随着经济全球化、金融国际化以及金融脆弱性程度的加深,特别是亚洲金融危机和 2007 年美国金融危机中私募基金的表现,使得私募基金的作用、影响及监管问题再次成为各国管理层和学界关注的热点。私募基金对证券市场的作用是正面的还是负面的? 是否有必要加强对私募基金的监管? 如何在维护私募基金产品自身特性与防范私募基金投机性操作对证券市场稳定性造成冲击之间找到平衡? 诸如此类的问题一直困扰着学界和管理层。本书试图通过对中国私募证券投资基金投资行为的实证研究,对这些问题的解答有所助益。

基于金融学理论和市场监管理论,通过实证研究,本书首次做出了三项证明:第一,私募基金对证券市场的作用和影响与证券市场发展的阶段,与市场内在和外在环境(包括法制环境、监管环境、市场运行情况和外在经济发展状况)密切相关,因而简单地判定私募基金是否具有稳定市场的作用,是否能够提高市场效率是不严密的;第二,私募基金投资行为对市场效率提高有正向作用,因此,促进私募基金的发展对证券市场的发展是有益的;第三,由于私募基金存在非理性的投资行为,因此对私募基金的监管是必要的,但监管理念、监管制度和监管内容的选择应与市场发展阶段和私募基金发展状况相适应。本书通过对成熟市场国家和地区监管经验的比较,对我国私募证券投资基金内涵的界定,对私募证券投资基金运行的现状、特点和投资行为及影响因素的分析,提出适合中国证券市场和私募证券投资基金发展特点的监管建议。通过实证研究,笔者得出如下主要结论:

第一,从我国私募基金的特点看,目前 A 股市场私募基金存在追求绝对正收益、投资策略灵活和投资标的广泛等诸多共性。但是,由于发行主体、市场环

境等因素的不同,私募基金在发展轨迹、产品结构、存续期限、发行规模和业绩表现等方面也呈现出诸多差异性,造成私募基金发展不均衡的局面;对私募基金多头监管、监管缺位和监管越位的情况普遍存在,而由于监管合作成本方面的原因,有效的监管合作很难实现。

第二,私募基金高比例持股有利于企业微观效率的提高。私募基金持股比例与上市公司的经营业绩存在着正相关关系,即私募基金较高的持股比例有利于上市公司微观效率的改善。同时,企业微观效率的提高必然反映到二级市场股价上来,反过来也会激励基金坚定价值投资的理念,买入并长期持有。基金的这种行为将有利于证券价格的稳定,有利于证券市场的稳定,有利于投资者保护,从监管者的角看,对这种行为应当给予激励和引导。具体做法为:可以规范强化上市公司的信息披露制度,减少基金参与公司治理的成本;通过一系列措施,促进上市公司合理制定红利分配政策,树立回报投资者的正确理念,鼓励、引导、监督上市公司为股东创造价值,完善和切实履行红利分配政策。私募基金较高的持股比例有利于上市公司微观效率的改善。

第三,私募基金对证券市场稳定的影响具有不确定性。私募基金的投资行为能否稳定股价与证券市场所处的发展阶段、与市场内在和外环境密切相关,因而简单地判定机构投资者是否具有稳定市场的作用是不严密的。对阳光私募的实证研究发现:私募基金的投资行为并不总能够稳定股价、稳定市场。在市场整体下降或盘整时期,私募基金持股比例与市场波动呈现显著负相关关系,而在市场快速上升时期,二者存在正相关关系;当市场整体处于上升期时,私募基金采取正反馈交易策略,反之,采取负反馈交易策略;当市场处于较长的稳定上升期或整理期时,私募基金采取买入并持有的策略,并且其重仓股换手率较低,有高比例控盘操作的特征。

第四,私募基金投资行为是有限理性的。私募基金投资行为存在反馈交易、羊群行为和短期频繁交易等特征,通过加强监管,规范其行为是必要的。从短期看,私募基金很少坚持价值投资理念,宏观经济指标的变动对其交易行为影响不明显,其投资行为更多地受市场指数、市场趋势或个股价格变化的影响,

上证指数不是私募基金重要的参考指标,深成指、小盘股指数变化是私募基金重要的参考指标;私募基金有短期频繁交易、偏好小盘股以及投机性强的特征,这种行为特征与私募基金追求绝对正收益的目标相吻合,但其行为在为基金本身带来高收益的同时也蕴含着较大的风险,不利于投资者利益保护,也不利于市场稳定,从监管的角度对其进行正确引导和作出规范是必要的。

第五,我国对私募基金的监管应秉承共同监管目标,选择功能监管模式,兼顾市场效率的原则,监管制度的设计应采纳英国和我国香港地区的模式,即政府监管和自律监管相结合,现阶段以政府监管为主,自律监管为辅;当私募基金业发展相对规范后再逐渐过渡到以自律监管为主,政府监管为辅的监管体系。目前,主要应从主法层面明确界定私募基金的内涵、监管目标和监管原则,把私募基金的监管纳入统一的监管框架内,改变多头监管造成的监管缺位和监管越位的局面。

总之,完成《中国私募证券投资基金行为与监管研究》这样的选题,对于我是一个艰难的挑战,其原因在于:其一,源于国内外相关研究成果的缺乏,使得可参考借鉴的成果极为有限;其二,源于国内私募基金发展的时期尚短,相关数据资料的获性差。然而,这样的选题对中国证券市场的发展以及中国私募证券投资基金的发展无疑都是非常有意义的,这也是支撑我虽耗时多年但始终未放弃该研究项目的主要原因。

该项目得以最终完成,感谢首都经济贸易大学的姜金蝉、北京物资学院的游典宗同学在资料收集和数据整理方面对我的帮助;感谢中国证券投资者保护基金公司的李春风博士在监管理论和中国监管实践方面给予我的启发;同时也感谢我主持的《中国机构投资者行为与监管研究》课题组的其他成员在资料搜集和数据调查整理方面给予我的帮助。

巩云华
2012 年 12 月于北京

目 录

1	绪论	1
1.1	选题背景及选题意义	1
1.1.1	私募基金正成为影响全球金融市场稳定的重要力量	1
1.1.2	后危机背景下私募基金监管方向和监管内容的争议	2
1.1.3	国内私募证券投资基金业面临发展与规范的矛盾	2
1.2	研究意义	3
1.2.1	系统研究私募基金有利于证券市场的健康发展	3
1.2.2	系统研究私募基金有利于保护投资者的利益	4
1.2.3	系统研究私募基金有利于提高证券市场的运行效率	4
1.3	研究思路、主要内容及结构安排	5
1.3.1	本书的研究思路	5
1.3.2	本书的主要内容和结构安排	5
1.3.3	本书的主要创新点	6
1.3.4	本书研究的不足之处	7
2	私募基金投资行为理论述评及文献综述	8
2.1	机构投资者与市场效率	8
2.1.1	机构投资者与有效市场假说	8
2.1.2	机构投资者与资本市场效率的衡量	11
2.1.3	私募基金行为与资本市场的微观效率	13

2.2	私募基金行为与证券市场的稳定	15
2.2.1	机构投资者行为理论的发展	15
2.2.2	机构投资者行为理论	17
2.2.3	机构投资者行为特征	18
2.2.4	私募基金与证券市场稳定的国内研究	19
2.2.5	私募基金与证券市场稳定的国外研究	21
2.3	私募基金行为与投资者风险、公司治理	22
2.3.1	私募基金与投资者:委托—代理	23
2.3.2	机构投资者与公司治理	25
2.3.3	机构投资者参与公司治理的作用	25
3	私募基金监管的理论比较及文献述评	27
3.1	证券监管理论的分析	27
3.1.1	主张强化监管的理论辨析	27
3.1.2	主张管制失灵的理论辨析	32
3.1.3	主张监管无益的理论辨析——金融抑制、金融深化与 金融约束辨析	35
3.2	对冲基金规制的新理念辨析	35
3.2.1	巴塞尔委员会:强化交易对手监管	36
3.2.2	IOSCO:增强对冲基金的透明度	36
3.2.3	BIS:重点监管衍生品交易	37
3.2.4	IMF:有限监管	37
3.2.5	FSF:限制对冲基金高杠杆	38
3.3	海外对冲基金监管研究述评	39
3.3.1	对冲基金监管必要性的争议	39
3.3.2	对冲基金监管体制比较研究	42
3.3.3	对冲基金监管模式比较研究	45
3.4	中国私募证券基金监管研究述评	48

3.4.1	中国私募证券投资基金属性的研究综述	48
3.4.2	中国私募证券投资基金监管思路的研究	52
4	海外私募基金监管比较与借鉴	56
4.1	海外私募证券投资基金监管制度比较	56
4.1.1	海外私募基金发展概述	56
4.1.2	秉承效率优先理念的经济体注重自律监管	59
4.1.3	秉承安全优先理念的经济体注重政府监管	62
4.2	海外私募证券投资基金监管内容比较	63
4.2.1	美国:豁免条款限制	63
4.2.2	英国:自律监管为主的内容组合	67
4.2.3	中国香港地区:管理人规范和信息披露要求	70
4.2.4	日本:投资者资格限制	72
4.2.5	中国台湾地区:投资者资格和募集方式限制	73
4.3	金融危机与私募基金监管	74
4.3.1	对冲基金风险外溢效应明显	74
4.3.2	金融创新加剧对冲基金风险	75
4.3.3	自律监管使对冲基金风险累积	76
5	中国私募基金发展的现状与问题	78
5.1	中国私募基金的特点及内涵辨析	78
5.1.1	私募证券投资基金的内涵	78
5.1.2	私募基金的特点	79
5.1.3	私募证券投资基金相关概念辨析	81
5.2	中国私募证券投资基金的存在形式	83
5.2.1	信托公司证券投资信托计划	84
5.2.2	基金公司多客户特定资产管理计划	84
5.2.3	证券公司集合资产管理计划	85

5.2.4	民间私募	85
5.2.5	私募基金不同存在形式的异同	86
5.3	中国私募证券投资基金发展的历程及特点	88
5.3.1	信托公司证券投资信托计划的发展历程及特点	88
5.3.2	证券公司集合资产管理计划的发展历程及特点	95
5.3.3	基金公司特定客户资产管理计划的发展历程及特点	100
5.4	本章研究结论	106
6	私募基金的投资行为实证分析——以阳光私募为例	108
6.1	阳光私募投资行为与上市公司效率	108
6.1.1	问题的提出	108
6.1.2	文献综述及研究思路	109
6.1.3	研究样本与数据选取	111
6.1.4	建模	111
6.1.5	实证检验过程	113
6.1.6	实证检验结论	115
6.2	阳光私募投资行为与证券市场波动	115
6.2.1	问题的提出	115
6.2.2	文献回顾	116
6.2.3	研究方法与数据的选取	118
6.2.4	实证结果	119
6.2.5	实证分析结论	121
6.3	阳光私募反馈交易行为及影响因素分析	124
6.3.1	时间序列变量的选取	124
6.3.2	Granger 因果检验分析	125
6.3.3	Granger 因果检验结论	128
6.4	阳光私募投资行为多变量协整检验	128
6.4.1	问题的提出	128

6.4.2	研究思路及数据和变量的选取	128
6.4.3	时间序列协整检验结果	129
6.5	本章研究结论	130
6.6	本章相关检验过程附表	133
6.6.1	阳光私募协整检验数据表	133
6.6.2	协整检验的 EViews 过程	138
7	研究结论与政策建议	149
7.1	研究结论	149
7.1.1	关于私募基金监管经验的借鉴	149
7.1.2	中国 A 股市场私募基金的特点	150
7.1.3	关于私募证券投资基金的行为特征	151
7.2	政策建议	152
7.2.1	明确私募证券投资基金的法律内涵	153
7.2.2	建立系统的监管制度	154
7.2.3	完善监管内容和监管措施	156
	参考文献	159
	附 录 私募基金持股比例表	168

1 绪论

中文“私募基金”一词,在其他国家的法典和英文大辞典里并没有直接对应的词^①。所以,我国金融市场上所称的“私募基金”是中国对一类基金的特有称谓,主要用以表达与公募基金或共同基金相对的一类基金。一般来说,私募基金按其投资的市场方向可分为私募证券投资基金和私募股权投资基金。本书研究的私募基金特指私募证券投资基金(简称私募基金),是指通过向特定对象非公开发行股份或基金券募集资金,资金交由专门的投资机构管理,采取灵活的投资策略和激励机制,主要投资于证券市场上可流通证券,以获取收益的投资工具。根据这一定义,目前我国私募基金的主要存在形式有证券投资信托计划、基金特定客户资产管理计划、证券公司集合资产管理计划和民间地下私募四种形式。国外与我国私募证券投资相对应的私募基金的典型代表形式是对冲基金。

1.1 选题背景及选题意义

1.1.1 私募基金正成为影响全球金融市场稳定的重要力量

第一,自 20 世纪 90 年代以来,随着金融创新和金融国际化的发展,各种金融衍生工具不断涌现,全球私募基金业获得了快速的发展。相关统计数据显示,截至美国金融危机爆发前的 2007 年 1 月,全球对冲基金数量达 9 550 只,总规模达 15 350 亿美元,基金规模年增长率约为 29%。并且,因为对冲基金常常采用高杠杆交易,实际在证券市场中交易的对冲基金规模远不止这

^① 夏斌,陈道富:《中国私募基金报告》,上海远东出版社,2002 年版,第 10 页。

样的规模。

第二,从全球范围看,以追求高回报、短期交易为特征的私募基金长期游离于各国监管体系之外,监管漏洞使私募基金业风险累积。

第三,私募基金投资信息披露方面宽松的要求,使其面临较弱的外部约束,基金经理人为追求高回报常常采取非理性行为,做成个股使市场出现波动。

第四,随着金融自由化趋势的发展,私募基金跨境投资趋势加剧,一方面,这使得通过政府监管和投资者约束规范私募基金的行为并弱化风险更加困难;另一方面,私募基金大规模跨境投资的趋势使资本尤其是短期资本跨境流动的规模和速度迅速上升,而短期资本迅速的、大规模的跨境流动,无论是对发达国家还是发展中国家的金融市场都会造成强烈的冲击。因此,私募基金正成为影响全球金融市场稳定的重要力量。

1.1.2 后危机背景下私募基金监管方向和监管内容的争议

由于金融产品涉及的面较广,累积的风险一旦爆发,一方面会引起大面积恐慌,导致市场动荡不安;另一方面会危害金融体系安全,对宏观经济造成难以估计的损失,故而金融监管向来是金融工程的重要保障。2007年由美国次贷危机引发的全球金融风暴让人们意识到对金融市场机构投资者及其金融产品的监管在经济体系中的关键性作用。金融危机后世界各国重新审视金融监管的定位,美国奥巴马政府近期正在对金融监管进行改革和调整,其中包括完善对冲基金的监管。我国金融市场虽然远离金融危机的中心,有着和欧美不同的发展阶段和问题^①,但我国金融市场中的监管问题依然存在,资本市场的监管不当问题、监管不平衡问题一直困扰着市场,在集合型证券投资计划领域尤其突出。

1.1.3 国内私募证券投资基金业面临发展与规范的矛盾

我国私募基金几乎是伴随着证券市场的建立而产生的,初期是以民间委托理财的形式存在,在募集方式、组织架构和投资管理方面基本采取双方协商约

^① 根据约翰·芬尼迪1988年对金融工程的定义,金融工程包括创新的金融工具和金融手段的设计、开发和实施,以及对金融问题给予创造性的解决。

定的形式,游离于监管的灰色地带,但因其规模相对较小,对证券市场的影响有限。然而,近年随着国内经济的迅速发展,产生了一批高净值人群,随着这部分人群对私募基金需求的增加,私募基金的规模迅速扩大,尤其是2008年以来,随着“阳光私募”的合法化,私募基金规模迅速膨胀。2009年9月2日,中银基金旗下,中银专户主题1号成为国内第一只成功募集的基金公司专户理财“一对多”产品,我国私募基金形成了信托投资公司的信托计划、证券公司的集合理财产品、基金公司的“一对多”产品、民间私募证券投资基金多种形式共存的格局。私募基金对证券市场的影响力逐渐增大,其风险对市场产生的冲击必须引起管理层足够的重视。

与私募证券投资基金迅速发展相对的是监管的滞后性。虽然现有的部门规章针对各自监管的产品详细规定了信息披露、投资范围等要求,但我国《证券投资基金法》、《证券法》和《信托法》等主法层面对私募基金的内涵、资金来源、组织方式、运作模式、投资者、管理人和发起人资格等问题一直未作出明确的规定。我国私募基金行业还处于分行业多部门监管的状态,缺乏统一的监管理念、监管目标和监管原则,理论界和实务界还停留在适合私募基金发展模式的争论上,尚未构建出私募基金监管统一的框架体系。

鉴于上述背景,本书试图通过对我国私募证券投资基金的系统研究,从私募基金的行为特征出发,借鉴成熟市场的监管经验,提出适合我国私募证券投资基金发展特点的、有针对性的监管建议。

1.2 研究意义

1.2.1 系统研究私募基金有利于证券市场的健康发展

私募基金经过近年的扩张发展,其规模和影响力都迅速提升,已经成为中国证券市场上一支重要的影响力量。但其特定的募集方式,募集完成后较长封闭期的特点,以及基金管理者的利益主要取决于基金绝对收益的收益分配模式,决定了私募基金管理者投资风格更倾向于追求高风险、高收益;同时,这种向少数人的私募方式使其接受投资者监督的程度低于公募基金,较长的封闭期

的规定使投资者对基金管理者的行为约束处于被动地位,即使发现基金经理人的冒险行为,在封闭期也无法赎回,这些特点都助长了私募基金的冒险行为。而蕴含巨大资本能量的私募基金群体投资风格方面的投机性、冒险性特点在活跃证券市场的同时,也会造成证券市场的波动。因此,研究私募基金的行为并对其加以合理引导和规范,有利于证券市场的稳定健康发展。

1.2.2 系统研究私募基金有利于保护投资者的利益

证券市场的投资功能和融资功能是相互依存、相互促进的关系,其中投资功能是融资功能实现的基础和保障,而融资功能的实现,依赖于稳定的、不断扩大的投资者队伍。从本质上看,稳定的、不断扩大的投资者队伍是证券市场实现良性、可持续、健康发展的必要条件,因此,对投资者保护是证券市场监管的基本任务之一,特别是像我国这样的新兴证券市场,相应的法律体系不健全,私募基金行业发展很不规范,相当一部分主体运作不规范,游走于法律的灰色地带,私募基金市场盲目性与无序性的发展仍是目前中国证券市场私募基金躯体的不变现象。在监管缺失、投资者信息不对称、信息披露程度较低的情况下,投资者利益难以保障,私募基金行业投资者与管理人之间的纠纷频发。因此,从私募基金的行为特征出发,规范和引导私募基金的投资行为,有利于保护投资者利益,有利于社会稳定。

1.2.3 系统研究私募基金有利于提高证券市场的运行效率

从全球基金业发展的经验来看,私募基金是经济发展到一定阶段后,社会财富积累的产物,私募基金是面向机构投资者和富裕人群的投资工具,通过这种投资工具可以集聚较大规模的资金,通过证券市场进行资源的合理配置,增强证券市场的流动性和价值发现功能。本书通过系统研究我国现行的私募证券投资基金的行为,提出适合我国私募基金发展的监管建议,对私募基金的行为进行正确的规范引导,以约束私募基金的非理性行为,引导私募基金坚持价值投资理念,提高证券市场的运行效率。

综上所述,在以上背景下进行私募基金监管研究具有理论和实践意义。

1.3 研究思路、主要内容及结构安排

1.3.1 本书的研究思路

首先,基于行为金融学和传统金融学理论,在系统归纳国内外现有关于私募基金行为及监管研究的基础上,比较国际上成熟市场对私募基金监管理念、监管内容和监管实践的异同,分析我国私募基金的发展现状、存在问题、投资行为及特点,并以阳光私募为例,分析我国私募基金的行为特征、影响因素,以及其行为对市场效率和企业微观效率的影响,提出适合目前我国私募基金发展状况的、有利于我国证券市场健康发展和私募证券投资基金发展的有针对性的监管建议。

1.3.2 本书的主要内容和结构安排

本书共7章,第1章为绪论,其余6章为研究内容,研究内容包括六个部分:第一部分,私募基金投资行为理论述评及文献综述。主要包括市场效率理论和机构投资者行为理论,从机构投资者与市场效率、私募基金行为与证券市场稳定、私募基金行为与投资者风险等角度对相关理论和研究成果进行梳理分析,也是本书的第2章。第二部分,私募基金监管的理论比较及文献述评。主要包括证券监管理论的比较分析、对冲基金规制的新理念辨析、境外对冲基金监管的研究述评、中国私募证券基金监管的研究述评。这一部分首先主要从监管理论演进的视角论述私募基金监管的理论基础,包括公共利益理论、管理失灵对公共利益理论的质疑、金融自由化与放松监管、金融不稳定理论、管制辩证法、新规制经济学的规制激励理论,以及法与金融对不同监管框架的解释等;接着归纳总结国际组织对对冲基金监管的主要观点及研究成果,包括巴塞尔委员、国际证监会组织、国际清算银行、国际货币基金组织和金融稳定论坛等对对冲基金监管的意见和观点;再接着对对冲基金监管研究进行归纳总结。这是本书的第3章。第三部分,国外私募证券投资基金监管模式比较与借鉴。主要包括海外私募证券投资基金监管制度比较、海外私募证券投资基金监管内容比较、

金融危机与私募基金监管等内容。第四部分,我国私募证券投资基金发展现状及特点。主要包括私募基金特点及内涵辨析、中国私募证券投资基金存在形式分析、中国私募证券投资基金发展历程及特点分析。第五部分,我国私募基金投资行为实证分析——以阳光私募为例。主要包括阳光私募投资行为与上市公司效率、阳光私募投资行为与证券市场波动、阳光私募反馈交易行为及影响因素分析、阳光私募投资行为与实体经济间的关系等。第六部分,研究结论与政策建议。主要是综合前五部分的研究归纳研究结论,并提出有利于私募证券投资基金健康发展、有利于我国证券市场健康发展的有针对性的政策建议。

1.3.3 本书的主要创新点

本书的创新点之一首先体现在选题上,“中国私募证券基金行为与监管研究”,首次基于行为金融学的视角,运用实证分析方法对私募基金的行为及其影响因素进行系统研究,并提出针对性的监管建议。

本书的创新点之二在于:以阳光私募为例,对私募基金行为进行实证研究,提出阳光私募作为我国私募基金研究的代表性标的观点,并对该观点的合理性进行论述。研究的创新性表现在对阳光私募行为对证券市场的影响、对上市公司治理结构的影响、对投资者风险的影响等方面,这方面的研究成果目前尚未发现。

本书的创新点之三在于:对中国私募基金特点以及私募基金内涵的界定,提出阳光私募可以作为中国对冲基金发展雏形的观点;同时提出,私募基金监管制度、内容、理念的设计应与经济发展阶段、市场发展状况,以及监管标的发展情况相适应的观点。

本书的创新点之四在于:提出机构投资者对证券市场稳定的影响,与证券市场发展的阶段,与市场内在、外在环境(包括法制环境、监管环境、市场运行情况和外在经济发展状况)密切相关,因而简单地判定机构投资者是否具有稳定市场的作用是不严密的。同样,对私募基金的投资行为对市场稳定的影响的判断,也应当给予市场发展阶段、市场内在与外在环境以及市场运行特点判断的观点。