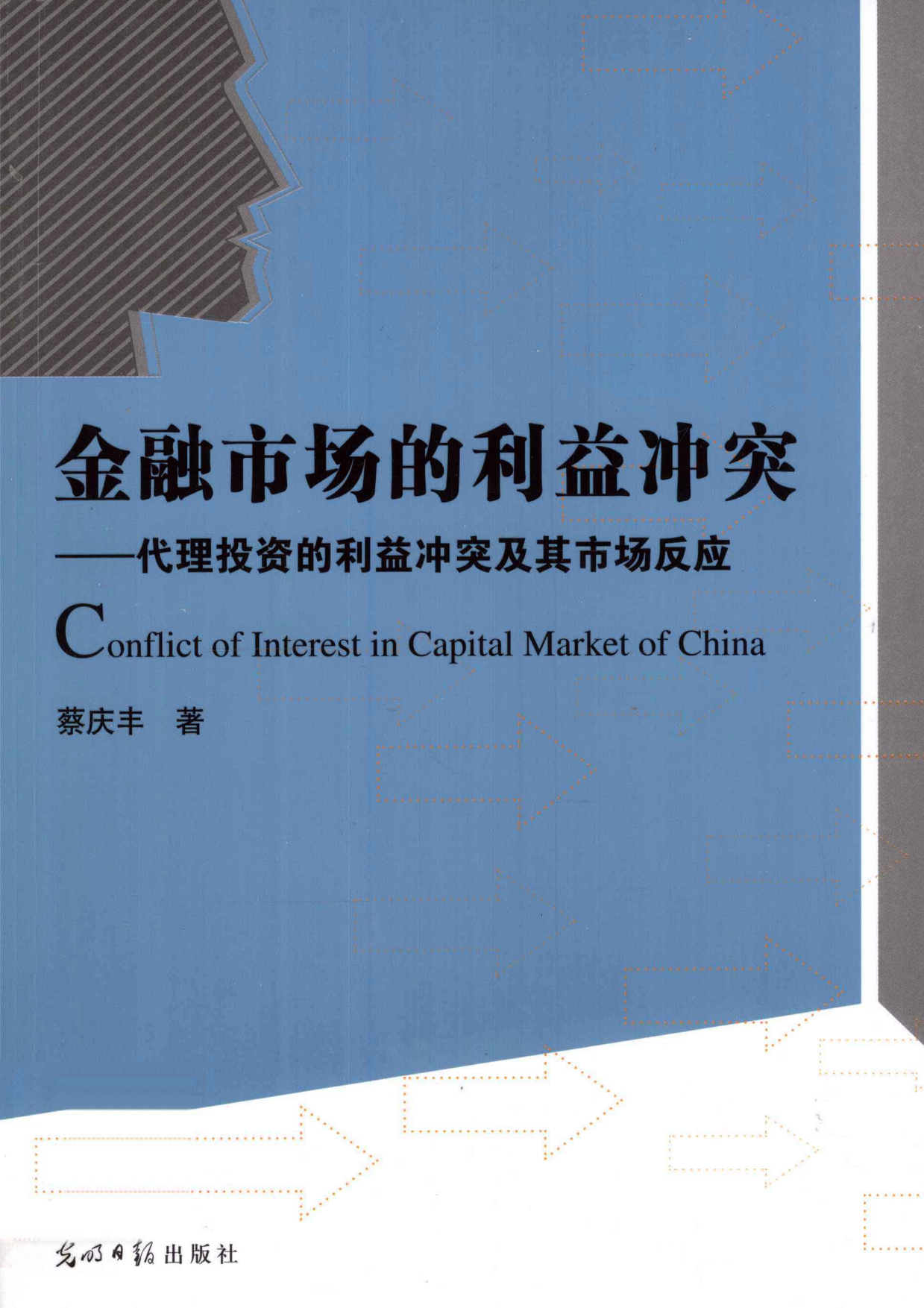




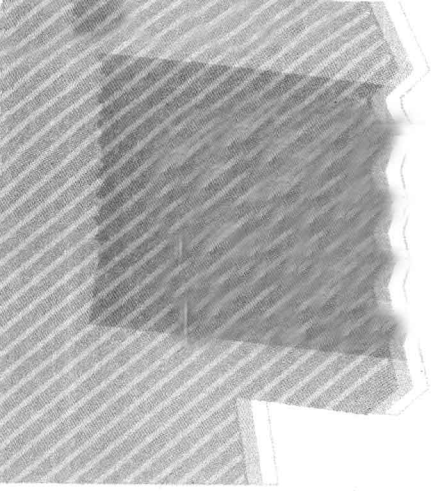
金融市场的利益冲突

——代理投资的利益冲突及其市场反应

Conflict of Interest in Capital Market of China

蔡庆丰 著

光明日报出版社



金融市场的利益冲突

——代理投资的利益冲突及其市场反应

Conflict of Interest in Capital Market of China

蔡庆丰 著

光明日报出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

金融市场的利益冲突: 代理投资的利益冲突及其市场反应 / 蔡庆丰著.

北京: 光明日报出版社, 2012. 8

ISBN 978-7-5112-2949-6

I. ①金… II. ①蔡… III. ①金融投资—代理制—研究

IV. ①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 178365 号

金融市场的利益冲突: 代理投资的利益冲突及其市场反应

作 者: 蔡庆丰 著

出 版 人: 朱 庆

终 审 人: 孙献涛

责任编辑: 祝 菲

责任校对: 贾文梅

封面设计: 中联学林

责任印制: 曹 净

出版发行: 光明日报出版社

地 址: 北京市东城区珠市口东大街 5 号, 100062

电 话: 010-67078248 (咨询), 67078270 (发行), 67078235 (邮购)

传 真: 010-67078227, 67078255

网 址: <http://book.gmw.cn>

E - mail: gmcbs@gmw.cn

法律顾问: 北京市洪范广住律师事务所徐波律师

印 刷: 三河市华东印刷有限公司

装 订: 三河市华东印刷有限公司

本书如有破损、缺页、装订错误, 请与本社联系调换

开 本: 710×1000 毫米 1/16

字 数: 306 千字

印 张: 17

版 次: 2012 年 9 月第 1 版

印 次: 2012 年 9 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5112-2949-6

定 价: 49.00 元

版权所有 翻印必究

本书得到“厦门大学张亦春教授科研基金”的资助

序

随着资本市场的发展成熟，家庭部门和个人投资者直接参与市场的比例逐步降低，而更多地是通过代理投资模式间接参与市场。金融市场的投资方、融资方和市场中介都存在委托代理结构，面临委托代理问题：就投资主体而言，机构投资者和基金经理是家庭和个人投资者的投资代理人；就融资主体而言，公司高管层和控股股东是中小股东进行公司经营与治理的管理代理人；即便对于那些自己直接参与资本市场的中小投资者，他们的投资决策也往往是参照证券分析师的研究报告进行，后者可以视为前者的信息代理人。如果我们忽略那些既没有信息优势也不具备资金优势的中小投资者（中小股东），那么资本市场在某种意义上可以视为一个由证券分析师、机构投资者和上市公司高管等各类代理人主导的市场。威廉姆森 1975 年关于机会主义的讨论也明示我们，经济中的人不但自利，而且只要有可能就会利用其所拥有的信息优势去损人利己。目标函数的不一致，可能诱使机构投资者（或者基金经理）、上市公司高管（或者控股股东）和证券分析师等代理人为了自己效用函数最大化而损害委托人的利益。中小投资者（或中小股东）往往成为各类代理人主导市场中无力且无奈的弱势群体：作为中小股东，他们可能面临大股东和上市公司高管等公司内部在位者对企业控制权私人收益的侵占；作为委托投资者，他们可能面临机构投资者的各种道德风险行为（如利益输送、关联交易和净值操纵）的侵害；作为中小投资者，他们除了要面临各类市场主力的市场操纵和内幕交易，还可能遭受投资

银行等各种市场中介利益冲突行为的损害。

庆丰是我2003级的博士生，自他攻读博士学位以来一直专注于金融市场中机构投资者和证券分析师的道德风险行为和利益冲突问题的研究，他的博士学位论文以《代理投资、道德风险和市场效率》为题，论文答辩时答辩委员会就认为他从代理投资的代理问题角度去分析中国金融市场的诸多现象颇有新意。2006年，在我的执意挽留下，庆丰放弃了去证券监管部门工作的机会留校任教，过去的5年他沿着博士论文的研究方向继续进行深入系统的研究，对金融市场的诸多利益冲突问题进行了较为深刻的理论分析和实证检验，相关成果在《经济研究》、《中国工业经济》和《金融研究》等权威期刊上发表。此外，以此研究方向为选题，庆丰在过去5年之内先后主持了国家自然科学基金、国家社科基金和教育部等诸多国家级课题，成果颇丰。

我的诸多学生任职于中国证监会、沪深交易所、各大证券公司和基金管理公司，我也注意到庆丰与业界师兄弟之间的联系颇为紧密，交流也十分频繁，他们师兄弟之间经常对中国金融市场的各种“异象”进行讨论和思辨，我想这可能也会使得作者的研究更切合中国金融市场的现实。本书是作者对过去5年研究思想的梳理和总结，我很高兴看到庆丰的这本学术专著《金融市场的利益冲突》的最终付梓出版。2010年在我从教50周年之际，我的学生和朋友慷慨解囊，捐赠建立“厦门大学张亦春教授科研基金”，本书也是该基金资助出版的第一本学术著作。

尽管经过20年的跨越式发展，截止2011年底，中国股票市场已拥有上市公司超过2300家，市值达21.5万亿，完成了欧美等多数资本主义国家历经200年才达到的市场规模和发展程度，也为中国经济增长、企业发展（特别是国企改革和民企上市）和金融改革做出了历史性的贡献。但我们也必须清醒地认识，中国股市处于“新兴加转轨”的发展阶段，市场结构和效率还有待优化和提高，上市公司治理有待完善，股票市场的诚信环境、监管效率和执法力度仍需进一步提高，诸多

制度性问题也有待深化改革。特别是证券分析师、机构投资者和上市公司高管等信息交易者的各种利益冲突行为及其对中小投资者的利益侵占一直备受各界诟病指责。众所周知，中国的股票市场并没有成为中小投资者实现财产性收入保值增值的理想场所，反而成为绝大多数中小投资者财富缩水（七亏二平一盈）的伤心之地，而这也进一步恶化中国本已十分悬殊的收入差距！2011 年底，新的证券监管当局履新后提出针对市场内幕交易的“零容忍态度”和“监管风暴”。显然，管理层也意识到再不加大对证券分析师、机构投资者和上市公司高管等信息交易者的监管和治理，必将使中小投资者对市场的信心丧失殆尽，最终危及整个中国股票市场的健康可持续发展。也因此，本书系统研究金融市场乃至整个金融体系的利益冲突行为，对于中国股市建立更有效更切实的中小投资者利益保护机制不仅具有理论价值，更具现实意义。我想这也是作为一名金融学者对中国股市的中小投资者保护发出的一声呐喊和呼吁。

是为序。

张亦春

2012 年 3 月 5 日于厦门大学敬贤 9

目 录

CONTENTS

导 言.....	1
一、选题背景与研究意义	/ 1
二、研究思路与本书框架	/ 5
三、主要研究结果和学术观点	/ 10
 第一章 金融中介的代理投资与利益冲突	14
第一节 金融中介的利益冲突:文献评述	/ 14
一、金融中介的利益冲突	/ 15
二、证券分析师的利益冲突行为	/ 16
三、机构投资者的利益冲突行为	/ 20
四、商业银行的利益冲突行为	/ 22
五、法律法规对金融机构利益冲突的影响	/ 24
第二节 机构投资者的代理投资与利益冲突	/ 27
一、机构代理投资的优势:信息优势和规模经济	/ 27
二、机构代理投资的委托代理问题	/ 28
三、代理投资模式下机构投资者与投资经理的投资行为	/ 35

第三节 机构投资者的代理投资对金融市场的影响	/ 39
一、机构代理投资对金融市场的积极影响	/ 39
二、机构代理投资对金融市场的消极影响	/ 40
第二章 机构投资者的代理投资与市场效率	42
第一节 机构投资者能稳定市场吗?	/ 42
一、问题的提出	/ 42
二、相关文献评述	/ 44
三、基金业的跨越式发展与市场波动率	/ 47
四、对我国基金业跨越式发展的反思	/ 56
第二节 机构投资者会理性定价吗:一个模型分析	/ 62
一、问题的提出	/ 62
二、投资主体机构化对资产定价的影响	/ 63
三、机构投资者的风险转嫁与非理性定价:模型分析	/ 67
四、机构投资者会积极纠正市场的非理性定价吗?	/ 71
五、机构投资者与市场非理性定价:新经济泡沫的反思	/ 73
第三节 机构代理投资与市场信息效率:实证检验	/ 76
一、问题的提出	/ 76
二、相关文献评述	/ 77
三、机构持股的定价效率:基于上市公司面板数据的检验	/ 80
四、结论及其启示	/ 92
第三章 信息交易者的利益冲突与羊群行为	95
第一节 证券分析师的利益冲突及其市场反应	/ 95
一、问题的提出	/ 95
二、研究设计	/ 97
三、基于证券分析师评级调整的实证研究	/ 99
四、证券分析师缘何复述市场信息:机制分析	/ 108

五、结论与监管治理启示	/ 112
第二节 信息交易者羊群行为的叠加及其市场影响	/ 114
一、问题的提出	/ 114
二、证券分析师的信息处理存在羊群行为吗?	/ 115
三、证券分析师的信息处理会引发机构投资者的羊群行为吗?	/ 122
四、叠加的羊群行为对资本市场的影响	/ 127
五、羊群行为的叠加:中国市场的诱因及其治理机制	/ 130
六、结论及其启示	/ 133
第三节 信息交易者会使市场更有效吗?	/ 134
一、问题的提出	/ 134
二、有效市场假说与市场“异象”的质疑	/ 136
三、行为金融学的质疑及其对代理投资模式的忽略	/ 139
四、信息交易者主导的市场就一定会更有效吗?	/ 142
五、结语	/ 149
 第四章 信息交易者的合谋与博弈.....	151
第一节 机构投资者持股与上市公司高管激励	/ 151
一、问题的提出	/ 151
二、相关文献回顾与研究思路	/ 153
三、样本和变量	/ 155
四、模型和实证结果分析	/ 159
五、结论及其启示	/ 166
第二节 机构持股、高管持股与知情交易	/ 168
一、问题的提出	/ 168
二、文献综述与研究思路	/ 170
三、EKOP 模型	/ 174
四、数据和样本	/ 176

五、基金持股、高管持股与知情交易概率:基于 PIN 估计的 分类和跨期比较	/ 179
六、基金持股、高管持股与知情交易概率:回归分析	/ 182
七、结论及其启示	/ 189
第三节 证券分析师的信息披露与机构投资者的知情交易	/ 191
一、问题的提出:从我国证券研究业的“潜规则”谈起	/ 191
二、研究设计与研究假设	/ 193
三、实证结果及分析	/ 199
四、结论及相关治理政策探讨	/ 209
 第五章 金融机构的利益冲突与金融部门的自我膨胀.....	213
第一节 金融机构的利益冲突与金融危机:以次贷危机为例	/ 213
一、问题的提出	/ 213
二、次级抵押贷款的衍生化和虚拟化	/ 215
三、次级抵押贷款衍生化过程中金融中介的道德风险	/ 219
四、金融虚拟化过程中道德风险与金融危机	/ 223
五、一个简单的结论和启示	/ 226
第二节 金融中介的利益冲突、自我膨胀与经济增长	/ 226
一、问题的提出	/ 226
二、金融部门的过度膨胀对经济增长的影响:实证检验	/ 228
三、金融中介的利益冲突和金融部门的自我膨胀:机制分析	/ 236
四、结论及其启示	/ 242
 参考文献.....	245

导 言

一、选题背景与研究意义

2011 年，欧洲债务危机进一步发酵，并由希腊、爱尔兰和葡萄牙等外围国家向西班牙、意大利和法国等欧元区核心国家蔓延，全球经济面临二次探底的风险。这场始于美国次贷危机继而席卷全球的金融海啸使全球经济深陷 20 世纪 30 年代“大萧条”以来最为严重的经济衰退。更值得注意的是，世界各国为了刺激经济走出危机的各种政策又进一步引爆新的危机。从表面上看是美国房地产泡沫的破灭引爆了这场金融危机，但越来越多人认同是“华尔街的贪婪”，或者说是金融部门的利益冲突才是引发这场金融海啸的重要根源。所谓的“利益冲突（Conflict of interests）”是指“金融中介机构的利益与其顾客、投资者或其他人的利益不一致，或者一些顾客和另一些顾客的利益相冲突的情况”（IOSCO，2006）。金融中介的利益冲突行为往往表现为：对于前者，他们所维护的是自身的利益，有时甚至不惜以客户的利益为代价；而对于后者，他们更倾向于偏袒能够给自己带来更高收益的客户。然而，更值得理论界关注的是，缘于金融部门利益冲突行为的金融危机自 20 世纪 90 年代以来越来越密集地爆发，对实体经济的冲击也越来越强烈。从 1997 年亚洲金融危机中商业银行的道德风险行为到 20 世纪 90 年代新经济泡沫中华尔街证券分析师的盲目乐观和机构投资者的狂躁投机，再到

次贷危机中次级抵押贷款证券化过程中各类金融机构的贪婪和冒险，金融中介的利益冲突行为已经从一个个别金融机构蔓延至整个金融部门。这也意味着金融部门的利益冲突已由可以相互制衡甚至抵消的“非系统性风险”转化为整个行业相互反馈加剧的“一致行动”，形成金融市场上又一类型的“系统性风险”，而这种系统性的利益冲突行为的积累和“发酵”，危害的就不再仅仅是金融系统本身，而将对整个实体经济产生重大冲击。

金融市场的信息不对称是引发金融机构利益冲突行为的主要原因。而金融自由化和金融创新加剧了市场的信息不对称，也激发了金融机构更多也更为隐蔽的利益冲突行为。20 世纪 70 年代以来金融自由化浪潮席卷全球，利率和汇率的波动使得各类市场主体面临更多也更为复杂的市场风险，由此也引发金融机构日新月异的金融创新，而这又在一定程度上加剧了金融市场的信息不对称。很多金融衍生工具已超越了普通投资者的理解能力，这使得普通投资者的很多投资活动都需要借助金融部门各类中介机构的“证券分析”、“资产管理”和“信用评级”等“中介”和“代理”服务才能实现。与此同时，金融市场上机构投资者的代理投资（Delegated Investment）取代家庭和个人投资者的直接参与市场，储蓄向投资转化过程中相应的委托代理环节也在不断增加或延长。上个世纪 70 年代，西方成熟市场国家金融市场便开始出现投资主体机构化，而中国金融市场投资主体的机构化则始于 21 世纪初，特别是 2005 年启动股权分置改革后的中国资本市场加速了投资主体机构化的进程。2005 年底至 2007 年 10 月份，伴随着中国股市的强劲上涨（上证综指由 998 的低点上涨到最高的 6124 点，涨幅超过 500%），强大的财富效应激发了中国家庭的投资意识和投资热情，大量的居民储蓄由银行流出，涌入股票市场和基金市场。伴随着这一资产替代行为，我国的机构投资者也实现了爆炸式增长，机构持股市值与流通市值占比于 2008 年底超过 54%，机构投资者不论是实质上还是形式上都成为中国资本市场的主导。从本质上讲，机构投资者是一种代理投资制度，家庭

或个人投资者将其财富委托给具有信息处理优势的机构投资者进行投资活动。如果说公司经理是公司股东的代理人，那么，机构投资者可视为委托投资者的代理人。如果我们忽略资本市场上那些既不具备信息优势也不具备资金优势的个人投资者的话，那么资本市场在某种程度上可视为一个由投资机构（以机构投资者为代表）、中介机构（以投资银行为代表）和公司高管等各类代理人主导的市场。

与个人投资者相比，机构投资者的资金规模巨大，能够通过“规模经济”有效降低交易成本和分散投资风险，能够通过代理投票权的汇集有效影响所投资公司的治理机制。其次，机构投资者在信息生产和信息处理上具有较大优势，就这点而言，机构投资者更接近于有效市场假说中的“理性经济人”假设，能够较为理性地进行投资决策。因此，一般认为，金融市场投资主体机构化有利于稳定金融市场、倡导理性投资和鼓励金融创新；能够提高金融市场的运行效率和资源配置效率；可以改善公司治理结构和缓解“内部人控制”问题等等。机构投资者与个人投资者的第三个显著区别在于前者是一种代理投资制度，这一区别也正是本书分析和研究的起点。首先，代理投资从本质上讲是建立在契约关系上的“资本（财力）”和“知本（智力）”的合作，而这种“合作”的背后是委托资产“所有权”和“管理权”的分离，而这种“分离”的结果是契约双方不可避免地存在利益冲突问题。正如美国前金融学会主席 Franklin Allen（2001）所强调的，就像公司“所有权”和“经营权”的分离会导致股东和公司经理的委托代理问题一样，代理投资中委托资产“所有权”和“管理权”的分离同样也会导致投资者和基金经理之间的利益冲突问题。那么，代理投资所引发的机构投资者的利益冲突问题会对市场效率产生怎样的影响呢？这是本文研究的重点。

除了通过机构投资者的代理投资参与市场，越来越多的投资者将投资活动委托给各类代理人进行广义的“代理投资”：他们依赖于大股东或者机构投资者对上市公司高管进行公司治理和“代理监督”，他们参考甚至听从证券分析师的研究报告进行股票投资，他们根据信用评级机

构的评级进行债券投资。与普通中小投资者相比,这些代理人或者具备“信息优势”,同属市场中的“信息交易者 (Information Investors)”,有些代理人甚至还兼具“资金优势”,他们共同掌握着资本市场的“话语权”。随着越来越多的家庭和个人通过机构投资者的“代理投资”和金融中介的各种“中介服务”参与市场,影响资本市场运行的主导力量就不再是委托投资者本身,而是他们所委托的机构投资者和各类金融中介,这也意味着影响市场运行和资产定价的主要是各类代理人的目标函数 (Objective function),而不再是委托投资者的效应函数 (Utility function)。威廉姆森 1975 年关于机会主义的讨论告诉我们,经济中的人不但自利,而且只要有可能,就会利用其所拥有的信息优势去“损人利己”。目标函数的不一致,可能诱使机构投资者、证券分析师、上市公司高管和信用评级机构等代理人为了自己的效用最大化而去损害委托人的利益,而彼此之间的合谋则成为上述代理人追求自身效用最大化的可能途径。代理人的利益冲突和合谋不仅会损害委托投资者的利益,也会对金融市场的运作机制、市场效率和资源配置功能产生消极影响。特别是对于像我国这样一个市场规模急剧膨胀、机构投资者和各类金融中介利益冲突行为此起彼伏,投资者尚不成熟且投资者保护体系也有待完善的“新兴加转轨”市场,探讨代理投资模式下各类金融中介的利益冲突行为对市场效率的影响不仅具有理论意义,更具现实意义。

近年来,金融部门出现加速自我膨胀的趋势,金融衍生品交易已经远远超越了风险管理的需求和实体经济的规模,前几年的全球流动性过剩在某种意义上也可以视为金融部门自我膨胀在货币资本领域的集中反映。而这种加速自我膨胀对于实体经济会产生怎样的影响呢?这是金融发展理论关注的问题,在 Gold Smith (1969)、McKinnon (1973) 和 Shaw (1973) 等人对经济增长和金融发展间正相关关系做出开创性研究后,该领域的研究沉寂了十多年。但是,20 世纪 90 年代以来,西方学者主要从宏观层面 [Levine (1993, 1998), Arestis 和 Demetriades (1997), Darrat (1999), Christopoulos 和 Tsionas (2004) 等]、行业层

面 [Rajan 和 Zingales (1998), Cetorelli 和 Gambera (2001) 等]、公司层面 [Demirguc-Kunt 和 Maksimovic (1998), Love (2003), Beck (2005) 等], 以及金融发展对经济增长的内生传导机制方面进行了大量的研究。但是, 总体而言, 结论并不一致。日益平息的金融海啸再次告诉我们: 金融部门的自我膨胀也会对实体经济产生重大的影响。这使得我们不禁要重新审视金融发展对于经济增长的意义, 它们两者之间是一种线性的关系还是非线性关系, 如果是非线性关系, 那么是否存在一个对应于实体经济最优的金融部门规模? 这也是次贷危机之后各国金融决策当局和学术界需要深入思考和探讨的一个问题。

二、研究思路与本书框架

(一) 研究思路

与直接投资相比, 机构投资者的代理投资使投资者不可避免地要面临与机构投资者之间由于责任不对等、信息不对称和激励不兼容所导致的利益冲突。Jensen 和 Meckling (1976) 将这种委托代理关系定义为一种契约: 在这种契约下, 一个人或更多的人 (即委托人) 委托另一个人或更多的人 (即代理人) 代表他们来履行某些服务, 包括把某些决策权托付给代理人。如果这种关系的双方当事人都是效用最大化者, 那么我们有理由相信, 代理人并不总以委托人的最大利益为行动目标, 他们之间在很多情况下存在着利益冲突的可能。那么, 当包括机构投资者在内的, 考虑自身目标函数, 追求自身利益最大化的各类代理人取代家庭和个人成为市场的参与主体, 金融市场的运行机制和定价效率将会出现怎样的变化? 显然, 具有信息处理优势的金融中介 (如证券分析师) 和机构投资者更接近于有效市场假说中“理性经济人”的假设, 那么当这些所谓的信息交易者成为市场的定价主体, 市场运行是否会变得更加稳定, 定价更加理性, 更接近信息有效市场?

伴随着 2005 年年底以来股市的跨越式增长，中国居民的投资意识被迅速激发，并引发了规模巨大的“资产替代”行为。以基金为代表的机构投资者的迅速增长不仅改变市场的投资者结构，也对我国股票市场的公司治理、定价机制和资源配置等方面产生深刻影响。对于机构投资者能否改进公司的治理结构和提高市场的定价效率等问题一直以来都是学术界探讨和争论的热点。众多的研究发现，公募机构投资者（共同基金和养老基金）的积极股东行动对公司治理结构的改善并不明显，也无法对公司股价和股票收益产生具有统计学意义的显著变化（Karpoff, 2001; Romano, 2001; Del Guercio, Wallis and Woidtke, 2006; Barker, 2006; Gillan and Starks, 2007）。对于这一偏离预期的实证结果，学术界存在不同的解释，一般认为：其他投资者的搭便车行为（Kahan and Rock, 2006）、利益冲突（Black, 1990）、基金经理的激励不足（Rock, 1992）等是导致上述结果的主要原因。机构代理投资的盛行改变了资本市场的投资生态，还如我们上文所分析，资本市场在某种程度上可视为一个由机构投资者、证券分析师和上市公司高管等代理人（同时也是信息交易者）主导的市场，这些代理人既可能为了各自委托人的利益最大化而各司其职，精诚合作；也可能为了各自的效用最大化而相互博弈，彼此制约；当然，也存在着相互“合谋”的可能。那么，在这个代理人主导的金融市场上，那些追求自身利益最大化的代理人之间是一种相互制衡还是在暗中“合谋”呢？如果是后者，那又会对资本市场运行和上市公司治理产生怎样的影响呢？这也是本书拟重点研究探讨的问题。

金融市场信息不对称的加剧和委托代理链条的延长，为金融中介的利益冲突行为提供了更为广阔和隐秘的空间。而一直以来，学术界对金融部门利益冲突行为的关注，往往仅限于证券分析师的乐观偏差（Dugar&Nathan, 1995; Bajari & Krainer, 2004）、共同基金的利益冲突（Dietz & Henkoff, 2004; Davis & Kim, 2005）、商业银行的多元化经营（Yasuda, 2005; Ljungqvist, Marston & Wilhelm, 2006）、分析师的声誉